

JARI KANKAANPÄÄ

# Omistajaohjaus, hyvä hallintotapa ja muu valvonta

Tutkimus suomalaisista osakeyhtiöistä



JARI KANKAANPÄÄ

Omistajaohjaus, hyvä hallintotapa ja muu valvonta  
*Tutkimus suomalaisista osakeyhtiöistä*

AKATEEMINEN VÄITÖSKIRJA  
Esitetään Tampereen yliopiston  
Johtamisen ja talouden tiedekunnan  
suostumuksella julkisesti tarkastettavaksi  
Tampereen yliopistossa 05.06.2020, klo 12

# AKATEEMINEN VÄITÖSKIRJA

Tampereen yliopisto, Johtamisen ja talouden tiedekunta

*Vastuuhjaaja  
ja Kustos*

Akatemiatutkija Matias Laine  
Tampereen yliopisto

*Ohjaaja*

Professori Hannu Ojala  
Itä-Suomen yliopisto

*Esitarkastajat*

Apulaisprofessori  
Antti Rautiainen  
Jyväskylän yliopisto

Apulaisprofessori  
Jani Saastamoinen  
Itä-Suomen yliopisto

*Vastaväittäjä*

Apulaisprofessori  
Antti Rautiainen  
Jyväskylän yliopisto

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -ohjelmalla.

Copyright ©2020 Jari Kankaanpää

Kannen suunnittelu: Roihu Inc.

ISBN 978-952-03-1577-1 (painettu)

ISBN 978-952-03-1578-8 (verkkojulkaisu)

ISSN 2489-9860 (painettu)

ISSN 2490-0028 (verkkojulkaisu)

<http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-03-1578-8>

PunaMusta Oy – Yliopistopaino  
Tampere 2020

*Maarialle, Mikaelille ja Marikalle*



# KIITOKSET

Kiitokset ohjaajilleni akatemiaturkija Matias Laineelle ja professori Hannu Ojalalle. Olin etuoikeutettu saadessani työni ohjaajaksi kaksi maailmanluokan tutkijaa. Esitarkastajiani apulaisprofessori Antti Rautiaista ja apulaisprofessori Jani Saastamoista kiitän asiantuntevista ja rakentavista kommentteista. Apulaisprofessori Rautiaista kiitän myös lupautumisesta vastaväittäjäkseni.

Kiitokset myös professori Hannu Schadewitzille ja professori Petri Vehmaselle, joiden tuki ja ohjaus olivat hyvin tärkeitä väitöskirjaprosessini alkuvaiheessa. Lisäksi kiitän professori Lasse Oulasvirtaa, apulaisprofessori Pekka Valkamaa, KTT Antti Fredrikssonia, HTT Jani Wackeria ja HTT Ari-Veikko Anttiroikoa, joiden kanssa sain kirjoittaa yhteisiä artikkeleita jatko-opintovuosieni aikana. Kiitos myös kaikille niille julkisen talouden, yritysten ja rahoitusmarkkinoiden edustajille, joiden kanssa kävin inspiroivia keskusteluja erityisesti tutkimukseni suunnitteluvaiheessa. Samoin kiitän myös kollegoitani, joilta olen saanut työhöni arvokkaita ja rakentavia kommentteja niin tutkimusseminaareissa kuin käytäväkeskusteluissakin.

Taloudellisesti väitöskirjan kirjoittamisen on mahdollistanut työskentely Tampereen yliopistossa. Lisäksi kiitän Liikesivistysrahastoa, Säästöpankkien tutkimussäätiötä sekä Jenny ja Antti Wihurin rahastoa saamistani apurahoista.

Lopuksi haluan osoittaa kiitokset kaikille ystävilleni yhteisistä hauskoista hetkistä, jotka ovat piristäneet tutkimustyön täyttämää arkea. Lämpimät kiitokset myös vanhemmilleni Helvi ja Sauli Kankaanpäälle tuesta ja myötäelämisestä tämän tutkimusprojektin aikana. Aivan erityisesti haluan kiittää puolisoani Maariaa sekä lapsiamme Mikaelia ja Marikaa, joiden kautta olen saanut paljon iloa ja voimaannuttavaa vastapainoa työhöni.

Pirkkalassa 30.4.2020

Jari Kankaanpää





# TIIVISTELMÄ

Tämä väitöskirja käsittelee osakeyhtiöiden omistajien ja toimivan johdon välistä suhdetta ja siihen liittyvää valvontaa. Erityisenä huomion kohteena väitöskirjassa ovat erilaiset omistajat, kuten kunnat ja valtio, jotka julkisen sektorin toimijoina eroavat yksityisistä omistajista monin eri tavoin. Julkisen sektorin omistamia osakeyhtiöitä koskevat kysymykset olivat jälleen erityisen ajankohtaisia syksyn 2019 aikana, kun valtio-omisteisen Posti Oyj:n työehtosopimuksista käynnistyneet omistajaohjauksen epäselvyydet johtivat lopulta Suomen hallituksen eroon. Omistajaohjauksen ongelmia ja jännitteitä on ollut julkisuudessa aikaisemminkin, mm. jäänmurtajia operoivan Arctia Shippingin toiminnassa ja lentoasemia hallinnoivan Finavian johdannaiskaupoissa. Näiden esimerkkien perusteella omistajaohjauksen toteuttaminen mallikkaasti vaikuttaa olevan hyvin haastavaa.

Tämän väitöskirjan tavoitteena on lisätä ymmärrystä osakeyhtiöiden hallinnon ja valvonnan kysymyksistä. Pyrkimyksenä on löytää vastaus erityisesti siihen, missä määrin yksityisesti ja julkisesti omistetut osakeyhtiöt poikkeavat toisistaan omistajaohjauksen, hyvän hallintotavan ja muun valvonnan näkökulmista.

Tutkimuksen ongelmanasettelu liittyy agenttiteorian kuvaamiin agentin ja päämiehen sopimussuhteen ongelmiin, jotka johtuvat osapuolten epäsymmetrisestä informaatiosta. Omistajaohjauksen, hyvän hallintotavan ja valvonnan mekanismien tavoitteena on varmistaa, että yhtiön johto toimii omistajan intressien mukaisesti. Toisaalta on kuitenkin tärkeää ymmärtää, että yhtiön toimielinten (toimitusjohtaja, hallitus, omistajat) tehtävänjako on oltava osakeyhtiölain ja muiden säädösten mukaista. Tämä tarkoittaa mm. sitä, että omistajilla ei ole oikeutta puuttua yrityksen päivittäiseen johtamiseen, vaan tämä oikeus on ainoastaan toimitusjohtajalla ja yrityksen hallituksen vastuulla.

Tutkimustulokset osoittavat, että hyvän hallintotavan mekanismit ovat usein kontekstisidonnaisia ja riippuvat mm. yrityksen omistusrakenteesta ja siitä, onko yhtiö listattu arvopaperipörssiin. Yhtiöiden valvonta muodostuu tyypillisesti useista sisäisistä ja ulkoisista mekanismeista.

Yksi tyypillinen sisäisen valvonnan mekanismi on yrityksen hallitus. Vastaavasti ulkoisia valvontamekanismeja ovat erilaiset valvonnan instituutiot, rahoitusmarkkinat ja säädökset. Tehokkaan resurssiallokaation näkökulmasta valvonnan

mekanismit ovat hyvin tärkeitä. Toisaalta on tärkeä ymmärtää, että päällekkäinen valvonta saattaa kuluttaa resursseja myös tarpeettomasti. Tämä saattaa olla erityisesti julkisyhteisöjen omistamien yhtiöiden ongelma, mikäli ne haluavat luoda julkisuuteen mahdollisimman vakuuttavan kuvan kansallisomaisuuden hyvästä hoidosta.

# ABSTRACT

This doctoral thesis focuses on the relationship between the owners and managers as well as the associated governance mechanisms within the context of limited companies. The key interest here concerns the differences between various types of owners: public sector entities, such as the state or a municipality, differ from private sector owners in terms of their characteristics and preferences. Questions regarding public sector ownership were again highly topical in Finland during fall 2019, when disputes concerning collective bargaining in the state-owned mail company Posti Oyj eventually led to the resigning of the Finnish Government. This was not the first time that the challenges and tensions related to the governance of state-owned companies were discussed in the public sphere: other recent examples have related to, for instance, Arctia Shipping, which operates Finnish icebreakers, and Finavia, which governs and operates airports in Finland. It is hence evident that public ownership includes challenging questions that require further investigation.

This doctoral thesis aims at enhancing our understanding of the questions related to ownership and governance of limited companies. The main aim is to explore how publicly and privately owned limited companies differ when examined from the perspectives of ownership steering, corporate governance as well as other types of oversight.

The research setting in this doctoral thesis is based on the classical agency theory, which describes the problematic relationship between the agent and the principal, caused by information asymmetry between the parties. The aim of ownership steering, corporate governance and other types of oversight is to ensure that the management of the organization, i.e. the agent, operates according to the interests of the owner, i.e. the principal. At the same time, it is important to acknowledge that all the key actors within any organizational governance, that is, the chief operating officer (CEO), the board and the owner, need to follow the stipulations set in the relevant regulation concerning limited companies. In the Finnish context this implies for instance that the owners have no right to intervene in the day-to-day management of the company, as this task belongs solely to the CEO and the board.

The results presented here show that good corporate governance mechanisms often depend on the context and that they may differ according to the main owner

of the company. Likewise, whether or not the company is listed on a public stock exchange may have an impact on the governance mechanisms. Corporate governance is typically formed of several structures and mechanisms, which include both internal and external elements. A typical internal governance element would be the board of the company, while the external mechanisms include different types of oversight institutions, financial markets and regulatory frameworks. From the perspective of effective resource allocation, these governance mechanisms are highly important. Still, this thesis elaborates on how it is important to realize that the use of overlapping governance structures may lead to ineffective use of resources. This may be a problem for companies owned by the public sector in particular, if they wish to be associated with high-quality use of public funds.

# SISÄLLYS

1	ONGELMANASETTELU .....	15
1.1	Yleistä.....	15
1.2	Tutkimusongelma .....	17
1.3	Tutkimuksen eteneminen .....	19
2	TEOREETTINEN VIITEKEHYS.....	21
2.1	Agenttiteoria .....	21
2.2	Omistajuus .....	22
2.3	Valvonta .....	24
2.4	Hyvä hallintotapa Suomessa .....	26
2.5	Tuloksenohjaus .....	27
3	METODIT JA AINEISTO .....	31
4	ARTIKKELITIIVISTELMÄT .....	34
4.1	Steering and monitoring model of state-owned enterprises.....	34
4.2	Reporting of SOE`s for parliamentary supervision .....	35
4.3	Tuloksenohjaus pienissä ja keskisuurissa yrityksissä: Empiirinen tutkimus yksityisten ja julkisen sektorin omistamien yhtiöiden eroista .....	37
4.4	Hallituksen valvontavoima suomalaisissa pörssiyrityksissä: Empiirinen tutkimus valtio-omisteisten ja yksityisesti omistettujen yritysten eroista.....	38
5	JOHTOPÄÄTÖKSET JA JOHTOPÄÄTÖSTEN ARVIOINTI .....	40
6	KIRJOITTAJAN KONTRIBUUTIO VÄITÖSKIRJAN YHTEISJULKAISUISSA.....	44
	LÄHTEET .....	45



# ALKUPERÄISJULKAISUT

1. Kankaanpää J., Oulasvirta L. & Wacker J. (2014). Steering and Monitoring Model of State-Owned Enterprises. *International Journal of Public Administration*, 37 (7), 409-423.
2. Oulasvirta, L., Kankaanpää, J. & Wacker, J. (2014). Reporting of State-Owned Enterprises for Parliamentary Supervision. *Hallinnon tutkimus*, 33 (1), 39-53.
3. Kankaanpää, J., Laine, M. & Ojala, H. (2019). Tuloksenohjaus pienissä ja keskisuurissa yrityksissä: Empiirinen tutkimus yksityisen ja julkisen sektorin omistamien yritysten eroista, *Focus Localis*, 47 (2), 8-23.
4. Kankaanpää, J. (2019). Hallituksen valvontavoima suomalaisissa pörssiyrityksissä: Empiirinen tutkimus valtio-omisteisten ja yksityisesti omistettujen yritysten eroista. Julkaisematon käsikirjoitus. Johtamisen ja talouden tiedekunta. Tampereen yliopisto.





# 1 ONGELMANASETTELU

## 1.1 Yleistä

Tämä väitöskirja käsittelee osakeyhtiöiden omistajien ja toimivan johdon välistä suhdetta ja siihen liittyvää valvontaa eri näkökulmista. Väitöskirjan tutkimuksissa tarkastellaan suomalaista yhteiskuntaa ja käydään läpi erilaisia osakeyhtiöiden omistamiseen, hallintoon ja valvontaan liittyviä asetelmia. Tässä työssä esillä olevien osakeyhtiöiden koot vaihtelevat pienistä listaamattomista yhtiöistä suuriin pörssinoteerattuihin yhtiöihin. Käytetyissä tutkimusasetelmissa yhtiöiden pääasiallisina omistajina ovat vaihtelevasti yksityisen ja julkisen sektorin eri toimijat. Kokonaisuutena tämä väitöskirja osallistuu keskusteluun omistajaohjauksen, hyvän hallintotavan ja muun valvonnan merkityksestä osakeyhtiöiden toiminnassa.

Osakeyhtiö on Suomen yleisin yritysmuoto (PRH, 2019). Pienet osakeyhtiöt ovat usein yrittäjävetoisia, jolloin yhtiön omistus ja johto ovat tyypillisesti samoissa käsissä. Yrityksen kasvaessa omistajilla ei kuitenkaan enää välttämättä ole resursseja vastata yrityksen operatiivisesta johtamisesta henkilökohtaisesti. Tällöin on luontevaa, että omistajat siirtävät yrityksen operatiivisen johtamisen sopimussuhteessa toimivalle palkkajohdolle. Agenttiteoreettisesta näkökulmasta tarkasteluna tällöin puhutaan johdon (agentti) ja omistajien (päämies) välisen päämies-agenttisuhteen syntymisestä (Berle & Means, 1932; Coase, 1937; Jensen & Meckling, 1976; Christensen, Nikolaev & Wittenberg-Moerman, 2016).

Agenttiteoria käsittelee agentin ja päämiehen sopimussuhteisiin liittyviä ongelmia, joita pyritään ratkaisemaan omistajaohjauksen, valvonnan ja hyvän hallintotavan mekanismien avulla (Shleifer & Vishny, 1997). Näiden mekanismien tavoitteena on varmistaa, että yhtiön johto toimii omistajan intressien mukaisesti. Toisaalta hyvä hallintotapa tarkoittaa myös sitä, että omistajilla ei ole oikeutta puuttua yrityksen päivittäiseen johtamiseen (Shleifer & Vishny, 1994; Tricker, 2012). Yhtiön toimielinten (toimitusjohtaja, hallitus, omistajat) tehtävänjaon on oltava yhtiölainsäädännön ja muiden hyvän hallintotavan säädösten mukaista.

Hyvän hallintotavan mekanismit ovat usein kontekstisidonnaisia ja riippuvat mm. yrityksen omistusrakenteesta ja siitä, onko yhtiö listattu arvopaperipörssiin.

Suomessa hyvän hallintotavan juridisen perustan muodostavat osakeyhtiölaki, tilintarkastuslaki, kirjanpitolaki ja listayhtiöissä myös arvopaperimarkkinlaki. Tämän lisäksi rahoitus- ja vakuutusalojen valvontaviranomaisena toimiva Finanssivalvonta suorittaa listayhtiöiden laillisuusvalvontaa ja antaa hyvään hallintotapaan liittyvää ohjeistusta. Pörssilistattujen yhtiöiden hyvää hallintotapaa ohjeistetaan myös hyvän hallintotavan koodin avulla (OECD, 2015). Listayhtiöiden osalta myös arvopaperimarkkinoiden hinnanmuodostusprosessi muodostaa oman hallintotavan mekanisminsa (La Porta ym., 2000). Lisäksi riippumaton hallitus on yksi tärkeimmistä valvonnan mekanismeista sekä listatuissa että listaamattomissa yhtiöissä.

Lukumääräisesti suurin osa suomalaisista osakeyhtiöstä on yksityisesti omistettuja. Kuitenkin myös valtiolla on ollut Suomessa perinteisesti tärkeä rooli yritysten omistajana ja valtio-omisteisten yhtiöiden taloudellinen merkitys on huomattavan suuri (Kankaanpää ym., 2014). Vähemmistöomistukset huomioiden valtio-omisteisten yhtiöiden yhteenlaskettu liikevaihto vuonna 2018 oli kaikkiaan 108,3 miljardia euroa ja niiden palveluksessa työskenteli yli 300 000 henkilöä. Valtion suoraan tai välillisesti Solidiumin<sup>1</sup> kautta omistamien pörssiyhtiöiden markkina-arvo oli toukokuussa 2019 yli 27,5 miljardia (Tuominen-Thuesen ym., 2019).

Myös kunnat hoitavat tehtäviään yhä enemmän osakeyhtiön muodossa (Penttilä ym., 2015). Kunnilla on lisäksi lain määräämä velvoite yhtiöittää kaikki sellainen toiminta, jossa kunta toimii kilpailluilla markkinoilla. Tilastokeskuksen mukaan vuonna 2017 Suomessa toimi yli 2 100 kuntaomisteista yritystä, joiden yhteenlaskettu liikevaihto oli lähes 10 miljardia. Kuntaomisteisten yhtiöiden taseisiin on siirtynyt huomattavia omaisuusmääriä. Näihin yhtiöihin sitoutuneen pääoman määrä saattaa olla huomattavan suuri suhteessa peruskunnan kokoon (Averio ym., 2019).

Julkisen sektorin omistus asettaa yritysten omistajaohjaukselle ja hyvälle hallintotavalle aivan erityisiä haasteita (Shleifer & Vishny, 1994). On tärkeää ymmärtää, että myös kunta- ja valtio-omisteisten yhtiöiden omistajaohjaus perustuu ennen kaikkea osakeyhtiölakiin (624/2006), jossa säädetään omistajien ja yhtiön johdon roolista, oikeuksista ja velvollisuuksista. Merkittävän julkisyhteisön omistusosuuden myötä omistajaohjauksella on kuitenkin houkutus puuttua aktiivisesti yrityksen hallituksen vastuulla oleviin asioihin. Tämä poliittisen talousteorian kuvaama riski on realisoitunut useita kertoja myös Suomessa<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Solidium on Suomen valtion kokonaan omistama osakeyhtiö, johon valtio on koonnut omistuksiaan listatuista yhtiöistä. Solidium on kaikissa omistamissaan pörssilistatuissa yhtiöissä vähemmistöomistajana.

<sup>2</sup> Erityisesti valtion omistajaohjaukseen liittyvät ongelmat ovat paljon julkisuudessa. Syksyn 2019 esimerkkinä voidaan mainita Posti Oyj:n paketti- ja verkkokauppaliiketoiminnan työntekijöiden

Julkisomisteisten yhtiöiden omistajaohjauksen ja hyvän hallintotavan käytäntöjen haasteellisuutta lisää se, että julkisomisteisten yhtiöiden joukko on hyvin heterogeeninen (Kankaanpää ym., 2014). Valtion omistajuus voi perustua mm. erityisen valti-onhallinnon tehtävän hoitoon, luonnolliseen monopoliin, strategiseen intressiin tai puhtaaseen finanssi-intressiin. Myös valtion omistussosuudet vaihtelevat valtion konnaan omistamista yhtiöistä alle kymmenen prosentin vähemmistöomistuksiin. Lisäksi osa yhtiöistä on listaamattomia ja osa on listattu arvopaperipörssiin. Myös kuntayhtiöiden kenttä on heterogeeninen. Osa kuntayhtiöistä on puhtaasti voittoa tavoittelevia, osa toimii omakustannusperiaatteella ja osa hoitaa kunnalle kuuluvaa erityistehtävää (Penttilä ym., 2015).

Osakeyhtiölain lisäksi kuntayhtiöiden omistajaohjauksesta säädetään kuntalaissa (410/2015). Valtio-omisteisten yhtiöiden omistajaohjauksessa keskeistä lainsäädäntöä ovat laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta (80/2007) sekä laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta annetun lain muuttamisesta (1315/2016). Valtio-omisteisten yhtiöiden omistajaohjausta määrittävät myös Euroopan Unionin kilpailuoikeudelliset ja valtion tukia koskevat oikeusnormit (Valtioneuvoston kanslia, 2019). Lisäksi valtio-omisteisia yhtiöitä tai yhtiöryhmiä koskettavia omistajaohjausvälineitä ovat mm. hallitusohjelma, valtioneuvoston omistajapolitiittiset periaatepäätökset, erilliset toimintaohjeet sekä talouspoliittisen ministeriövaliokunnan kannanotot.

## 1.2 Tutkimusongelma

Tässä väitöskirjassa tarkastellaan erilaisten suomalaisten osakeyhtiöiden omistajaohjausta, hyvää hallintotapaa ja muuta valvontaa. Tutkimuksen teoreettinen tausta pohjautuu agenttiteorian kuvaamiin sopimussuhteen ongelmiin. Nämä ongelmat liittyvät yrityksen johdon, omistajien sekä muiden toiminnan rahoittajien välisiin intressiristiiriituihin. Toisaalta myös osakeyhtiön johdon, hallituksen ja omistajien tehtävänjaon tulisi lähtökohtaisesti aina olla yhtiölainsäädännön ja hyvän hallintotavan mukaista.

Osakeyhtiön keskeisten omistajien vaihtelevilla piirteillä ja toisistaan poikkeavilla odotuksilla voidaan nähdä olevan vaikutusta yrityksen toimintaan, tavoitteisiin ja tekemisen painopisteisiin. Institutionaalisen logiikan (*institutional logics*) näkökulmasta tarkasteltuna yksityisesti omistettujen yhtiöiden toimintalogiikka pohjautuu omistaja-

---

työehtosopimuksen siirtoaikeista käynnistynyt keskustelu, joka kärjistyi omistajaohjauksesta vastaavan ministerin ja lopulta koko hallituksen eroon.

arvon kasvattamiseen (Thornton, Ocasio & Lounsbury, 2012). Sen sijaan julkisen sektorin omistamien yhtiöiden toimintalogiikka saattaa poiketa yksityisliiketoimintajajärjestelmien kasvattamisesta, ja jonkun organisaation toimintaan voi vaikuttaa useampikin toisistaan poikkeava tai ristiriitainenkin toimintatapa (Hyvönen ym., 2009; Rautiainen, Urquía-Grande & Muñoz-Colomina, 2015). Organisaation toiminnan tavoitteet voivat erilaisen toimintalogiikan takia näyttäytyä hyvin erilaisina ja mahdollisesti jännitteisinä, kuten esimerkiksi terveydenhuollossa liiketaloudellisen logiikan ja lääkärinkunnan ammatillisen eettöksen logiikan välisessä rajanvedossa (Rautiainen & Järvenpää, 2012). Myös poliitikoilla saattaa olla houkutus puuttua yrityksen johdon tai hallituksen vastuulla oleviin asioihin, mikäli esimerkiksi äänestäjäkunnan toiveiden edistäminen olisi siten mahdollista (Garrone, Grilli & Rousseau, 2013). Toisistaan poikkeavat odotukset johtavat tarkastelemaan osakeyhtiön johdon, hallituksen ja omistajien tehtäväjajakoa ja rooleja, johon myös liittyvät myös agenttiteorian esille nostamat kysymykset päämiehen ja agentin suhteesta. Agenttiteoreettisesta näkökulmasta tarkasteltuna osakeyhtiöiden toisistaan poikkeavissa omistajissa on kysymys asetelmasta, jossa on erilaisia päämiehiä. Erilaisilla päämiehillä (omistajilla) voidaan nähdä olevan erilaisia preferenssejä omistustensa suhteen. Nämä erilaiset päämiehet käyttävät omistustensa hallinnoinnissa, niihin liittyvässä päätöksenteossa ja omistajaohjauksessa erilaisia rakenteita ja hallintotapoja.

Kokonaisuutena tämä väitöskirja pyrkii vastaamaan seuraavaan tutkimuskysymykseen: missä määrin yksityisesti ja julkisesti omistetut osakeyhtiöt poikkeavat toisistaan omistajaohjauksen, hyvän hallintotavan ja muun valvonnan näkökulmista? Tähän kysymykseen vastaamisessa nojaututaan agenttiteoriaan ja ajatukseen siitä, että toisistaan poikkeavat omistajat ja näiden erilaiset preferenssit voivat vaikuttaa tutkittavaan ilmiöön erilaisissa osakeyhtiöissä. Tutkimuskysymystä tarkastellaan tässä väitöskirjassa neljän osajulkaisun avulla. Kaikissa näissä tutkimuksissa hyödynnetään suomalaista empiiristä aineistoa ja kontekstia, mikä poikkeaa aihepiirin valtavirtatutkimuksen pääasiallisesti käyttämistä angloamerikkalaisista aineistoista ja siten osaltaan auttaa tätä väitöskirjaa synnyttämään uutta tietoa käsillä olevasta aihepiiristä.

Tämän väitöskirjan ensimmäisen artikkelin (Kankaanpää, Oulasvirta & Wacker, 2014) tavoitteena on systematisoida valtio-omisteisten yhtiöiden heterogeenistä kenttää erityisesti parlamentaarisen valvonnan näkökulmasta. Tutkimuksen teoreettisessa viitekehyksessä päämies-agenttisuhde esiintyy moniportaisena siten, että sama toimija on yhtäälle agentin roolissa, mutta toisaalle päämiehen roolissa. Suomen valtion osakeportfoliota hyväksi käyttäen yhtiökenttää kategorisoidaan perustuen siihen, mikä on valtion omistuksen peruste, kuinka suuri on valtion omistusosuus ja onko kyseessä listaamaton vai pörssilistattu yhtiö.

Toisen artikkelin (Oulasvirta, Kankaanpää & Wacker, 2014) tavoitteena on tarkastella Suomen valtion omistajaohjauksen parlamentaarisen valvonnan keinoja. Dokumenttiaineistojen ja kansainvälisen vertailun lisäksi empiiristä aineistoa kerätään haastatteleamalla mm. eduskunnan tarkastusvaliokunnan puheenjohtajaa, omistajaohjausyksikön edustajaa sekä eri ministeriöiden edustajia. Haastatteluissa ilmeni, että sekä yhtiöiden omistajaohjauksesta vastaavat toimijat että omistajaohjauksen valvoja olivat yhtä mieltä siitä, että valtio-omisteisten yhtiöiden parlamentaarista valvontaa tulisi tehostaa. Omistajaohjauksen valvonnan suurimmat haasteet liittyivät valtio-omisteisten yhtiöiden heterogeenisyyteen, raportoinnin epäsystemaattisuuteen ja raporttien parlamentaarisen käsittelyn puutteisiin.

Kolmannessa artikkelissa (Kankaanpää, Laine & Ojala, 2019) tarkastellaan pienten ja keskisuurten (pk) osakeyhtiöiden tuloksenohjausta. Erityisen kiinnostuneita ollaan siitä, harjoittavatko julkisen sektorin omistamat yhtiöt enemmän tuloksenohjausta kuin yksityisesti omistettut yhtiöt. Tutkimuksen teoreettinen perusta pohjautuu agenttiteorian kuvaamiin piilotettuihin toimiin (*moral hazard*) ja piilotettuun informaatioon (*adverse selection*). Lisäksi tutkimuksessa pohditaan sitä, käyttävätkö poliitikot tuloksenohjausta poliittisten päämäärien ajamisen keinona (Shleifer & Vishny, 1994).

Neljännessä artikkelissa (Kankaanpää, 2019) tutkimuksen kohteena ovat pörssi-yhtiöiden hallitusten valvontavoiman osatekijät. Lisäksi tarkastellaan hallitusten valvontavoiman eroa valtio-omisteisissa ja yksityisesti omistetuissa yhtiöissä. Hallituksen suorittaman valvonnan tarvetta lähestytään myös siitä näkökulmasta, että millaisia muita valvontamekanismeja yhtiöllä on käytössään (Simunic, 1980; Hay ym., 2008). Komplementtisesta näkökulmasta katsottuna vahva panostus yhteen valvontamekanismiin tarkoittaa vahvaa panostusta myös muihin valvontamekanismeihin. Toisaalta substituuttinäkökulmasta tarkasteltuna vahva panostus yhteen valvontamekanismiin mahdollistaa keveämmän panostuksen muihin valvontamekanismeihin.

Kokonaisuutena tämä väitöskirja lisää ymmärrystä osakeyhtiöiden hallintoon ja valvontaan liittyvistä kysymyksistä erilaisten omistajien tilanteessa tarkastelemalla sitä, miten omistajaohjauksen, hyvän hallintotavan ja muun valvonnan käytänteet eroavat erilaisissa osakeyhtiöissä. Osajulkaisujen ohella tätä kysymystä tarkastellaan myös käsillä olevassa väitöskirjan johdanto-osiossa.

### 1.3 Tutkimuksen eteneminen

Tämä väitöskirjakokonaisuuden johdanto-osio jatkuu siten, että luvussa 2 esitellään tutkimuksen teoreettinen viitekehys. Tutkimusartikkeleissa käytetyistä aineistoista ja

metodisista valinnoista kerrotaan luvussa 3. Tutkimusartikkelien tiivistelmät ovat luvussa 4. Lopuksi esitetään tutkimustulosten yhteenveto ja johtopäätökset luvussa 5. Johdanto-osion päätteeksi luvussa 6 käydään läpi tutkijan kontribuutio väitöskirjan osajulkaisuina olevissa yhteisartikkeleissa.

Alkuperäiset tutkimusartikkelit löytyvät puolestaan väitöskirjan julkaisut-osioista.

## 2 TEOREETTINEN VIITEKEHYS

### 2.1 Agenttiteoria

Agenttiteoria käsittelee agentin ja päämiehen välisen sopimussuhteen ongelmia (Coase, 1937; Jensen & Meckling, 1976; Christensen ym., 2016). Laskentatoimessa ollaan kiinnostuneita erityisesti operatiivisen johdon (agentti) ja omistajien (päämies) välisistä agenttiongelmista ja toisaalta yrityksen omistajien (agentti) ja lainanantajien (päämies) välisen agenttisuhteen ongelmista (Berle & Means, 1932; Smith & Warner, 1979). Agenttiteorian kuvaamat informaatio-ongelmat liittyvät informaation epäsymmetriseen jakautumiseen agentin ja päämiehen välillä (Eisenhardt, 1989). Epäsymmetrisen informaation ongelmat ilmenevät joko piilotettuna informaationa tai piilotettuina toimina. Moraalikato (*moral hazard*) liittyy piilotettuihin toimiin ja se syntyy silloin, kun agentin toimet eivät ole havaittavissa tai tehdyllä toimella on agentille ja päämiehelle erilainen merkitys. Haitallinen valikoituminen (*adverse selection*) liittyy puolestaan agentin informaation piilotteluun (Scott, 2015).

Agenttiteorian kuvaamien ongelmien synty juontaa aikaan, jolloin operatiivisen johdon ja omistuksen eriyttävä yhtiö rakenne alkoi yleistyä (Berle & Means, 1932). Omistajien intressinä on, että johto pyrkii parhaalla mahdollisella tavalla kasvattamaan omistuksen arvoa (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). Palkatulla johdolla saattaa kuitenkin olla omia tavoitteita (esim. yrityskoon kasvattaminen, riskien välttely), jotka motivoivat johtoa enemmän kuin omistajien arvon kasvattaminen. Näitä tavoitteita johto pyrkii toteuttamaan informaatioylioimansa turvin ja yrityksen arvon kasvattamisen kustannuksella.

Omistajien ja velkojien välisessä agenttisuhteessa omistajat ovat agentin roolissa ja velkojat puolestaan päämiehenä (Smith & Warner, 1979; Scott, 2015). Velkojien pelkona on, että omistajat siirtävät yritysjohton myötävaikutuksella velkojille kuuluvaa varallisuutta itselleen. Tämä voi tapahtua mm. siten, että omistajat päättävät jakaa yrityksen varat itselleen osinkoina tai ryhtymällä hyvin korkean riskitason projekteihin.

Jos agentin ja päämiehen hyöty edellyttää samanlaisia toimenpiteitä, kuvattua riskiä ei synny (Jensen & Meckling, 1976; Scott, 2015). Agentin maksimoidessa omaa etuaan myös päämiehen etu maksimoituu. Tietoisena agentin oman edun

tavoittelun mahdollisuudesta, päämies pyrkii kehittämään hyvän hallintotavan mekanismeja, joiden avulla agentin toimintaan liittyviä riskejä voidaan pienentää. Tällaisia mekanismeja ovat mm. agentin sitouttaminen (*contracting*) ja valvonta (*monitoring*). Nämä mekanismit aiheuttavat kuitenkin päämiehelle kustannuksia (*agency cost*), joihin voidaan lisätä myös ns. residuaalitappio (*residual loss*). Residuaalitappion katsotaan johtuvan siitä, että agentti ei hallintamekanismeista huolimatta toimi päämiehen etujen mukaisesti.

Johdon ja omistajien väliset moraalikadon ja haitallisen valikoitumisen ongelmat korostuvat, jos yrityksen omistusrakenne on hajautunut (*multiple principal problem*). Jos yrityksellä on useita päämiehiä, joiden tavoitteet ovat ristiriidassa keskenään, se antaa johdolle enemmän tilaa käyttää omaa harkintavaltaa. Erityisesti angloamerikkalaisessa yritys ympäristössä katsotaan olevan eduksi, mikäli yrityksellä on yksi vahva omistaja, jonka olemassaolo hillitsee moraalikatoa ja haitallista valikoitumista (Shleifer & Vishny, 1986). Toisaalta tällöin on olemassa riski, että isojen omistajien intressit poikkeavat pienten omistajien intresseistä, jolloin pienosakkaat kärsivät (Villalonga ja Amit, 2006).

## 2.2 Omistajuus

Kuten yllä on kuvattu, agenttiteorian taustalla oleva keskeinen kysymyksenasettelu liittyy agentin ja päämiehen suhteeseen. Tässä asetelmassa päämies on lähtökohtaisesti omistaja, jolla on määräysvalta organisaatioon, jonka johdossa agentti kuitenkin käytännössä toimii. Kansainvälisessä agenttiteoreettisessa tutkimuskirjallisuudessa käytetään aineistona tyypillisesti yhdysvaltalaiseen pörssidataan perustuvia tilinpäätöstietokantoja. Siten myös tutkimusasetelmassa agentin ja päämiehen suhde pohjautuu pörssiyhtiöiden hallintomalliin, ja konteksti on nimenomaan angloamerikkalainen. Pörssilistattu osakeyhtiö on kuitenkin vain yksi mahdollinen osakeyhtiön omistajuusasetelma.

Yksi tämän väitöskirjan ulottuvuuksista on hallintoon liittyvien kysymysten tarkastelu erilaisten omistajien tilanteessa. Väitöskirjan artikkelit 1 ja 2 keskittyvät valtiomisteisiin yrityksiin. Artikkelissa 3 tutkimuksen kohteena ovat valtion, kuntien ja yksityisesti omistettujen yhtiöiden eroavaisuudet. Artikkelit 4 puolestaan keskittyvät yksityisesti ja julkisesti omistettujen pörssiyhtiöiden eroihin. Tämä asetelma on merkityksellinen jo sen vuoksi, että näillä erilaisilla omistajatahoilla voidaan nähdä olevan erilaisia preferenssejä omistustensa suhteen. Nämä omistajat käyttävät omistustensa hallinnoinnissa, niihin liittyvässä päätöksenteossa ja omistajaohjauksessa erilaisia



rakenteita ja hallintotapoja. Toisin sanoen, tässä väitöskirjassa tarkastellaan agenttiteoreettista asetelmaa siten, että käsillä on erilaisia päämiehiä.

Osakeyhtiömuotoinen toiminta perustuu Suomessa osakeyhtiölakiin. Laki koskee omistajasta riippumatta kaikkia suomalaisia osakeyhtiötä ja se määrittelee yhtiön toimielinten tehtävät ja valtasuhteet. Osakeyhtiölain mukaan yhtiön ohjaaminen ja valvonta kuuluvat aina yrityksen hallituksen vastuulle. Myös silloin, jos yhtiöllä on yksi tai useampia isoja omistajia, kuten esim. valtio, yrityksen ohjaaminen ja valvonta tapahtuvat hallitustyön kautta.

Mikäli yhtiöjärjestyksestä tai toimialamääräyksistä ei muuta ilmene, osakeyhtiön tavoitteena on voiton tuottaminen omistajille (OYL 1:5 §). Yksityisesti omistetuissa yhtiöissä taloudellisen voiton tuottaminen on pääsääntöisesti toiminnan perusta ja motiivi. Sen sijaan julkisyhteisöjen omistamien yhtiöiden toiminnan motiivi ei ole yhtä yksiselitteinen. Valtion omistajuus voi perustua esimerkiksi erityistehtävään, luonnolliseen monopoliin, strategiseen intressiin tai puhtaaseen finanssi-intressiin (Kankaanpää ym., 2014). Valtion omistusosuus vaihtelee täysin omistetuista alle 10 prosentin vähemmistöosuuksiin. Osa valtio-omisteisista yhtiöistä on myös listattu pörssiin.

Valtion erityistehtäviä hoitavien yhtiöiden omistajaohjaksen toteuttaa pääsääntöisesti hallinnonalan ministeriö (Kankaanpää, Oulasvirta, Wacker, 2011). Muiden valtion suoraan omistamien yhtiöiden omistajaohjaus on keskitetty pääosin valtioneuvoston kanslian yhteydessä toimivaan omistajaohjausosastoon. Suorien osakeomistusten lisäksi valtio on Solidiumin kautta vähemmistöomistaja useissa kansallisesti merkittävässä pörssiyhtiöissä. Solidium on valtion kokonaan omistamaan sijoitusyhtiö, joka vastaa omistamiensa yhtiöiden omistajaohjauksesta. Solidium luokitellaan valtion erityistehtäväyhtiöksi, jonka omistajaohjauksesta vastaa valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto.

Valtion omistajaohjauksesta annetun lain (1368/2007) mukaan omistajaohjauksella tarkoitetaan valtion äänioikeuden käyttämistä yhtiökokouksissa sekä muita toimenpiteitä, joilla valtio osakkeenomistajana myötävaikuttaa yhtiöiden hallintoon ja toimintaperiaatteisiin. Tärkeä omistajaohjauskäytäntöjen määrittäjä on omistajapolitiikkaa koskeva periaatepäätös, joka laaditaan kutakin hallituskautta varten erikseen. Sijoitusyhtiö Solidium pyrkii hoitamaan omistajaohjausta mm. osallistumalla nimitystoimikunnan kautta hallitusjäsenten valintaan, vaikuttamalla omien hallitusjäsenten kautta tai tapaamalla säännöllisesti yhtiön hallituksen puheenjohtajaa (Solidium, 2018).

Valtion lisäksi myös kunnat hoitavat tehtäviään yhä enemmän osakeyhtiön muodossa (Meklin & Pukki, 2018). Osakeyhtiömuoto nähdään usein taloudellisesti

tehokkaana tapana toteuttaa määrättyä kunnan tehtävää. Kunnilla on myös lain määräämä velvollisuus yhtiöittää lähtökohtaisesti kaikki sellainen toiminta, jossa kunta toimii kilpailla markkinoilla. Yhtiöittämisen erilaisista taustatekijöistä johtuen myös kuntayhtiöt poikkeavat toisistaan hyvin paljon. Osa kuntayhtiöistä on puhtaasti voittoa tavoittelevia, osa toimii omakustannusperiaatteella ja osa hoitaa kunnalle kuuluvaa erityistehtävää (Penttilä ym., 2015).

Kuntien omistajaohjauksen yleiset tavoitteet liittyvät valtion omistajapolitiikan ja omistajaohjauksen tavoin yhtiöiden kehittämiseen, omistaja-arvon pitkäjänteisen kasvun tukemiseen sekä vastuun edistämiseen (Penttilä ym. 2015). Omistajaohjauksessa on siten kyse esimerkiksi yhtiön hallitusvalinnoista, hyvän hallintotavan kehittämisestä sekä mahdollisen yritysvastuun huomioivasta omistajastrategiasta, jotka perustuvat pitkälti yhtiön ja sen omistajan tarkoituksenmukaisiksi kokemuksiin ratkaisuihin.

## 2.3 Valvonta

Yksi keskeisimmistä keinoista, jonka avulla agentin ja päämiehen välistä informaation epäsymmetriaa voidaan pyrkiä vähentämään, on agentin toiminnan valvonta (Shleifer & Vishny, 1997). Tilintarkastus on tärkeä ulkoisen valvonnan mekanismi ja se koskee omistusrakenteesta riippumatta kaikkia tilintarkastuslaissa määrätyn kokorajan ylittäviä yrityksiä. Hallituksella on tärkeä rooli sisäisen valvonnan järjestämisessä (Fama & Jensen, 1983). Hallitus kykenee vähentämään johdon ja osakkeenomistajien välistä agenttiongelmia kontrolloimalla yrityksen johdon toimintaa. Tehokas johdon valvonta edellyttää kuitenkin sitä, että hallitus on riippumaton operatiivisesta johdosta ja hallitusjäsenillä on motiivi ja riittävästi taitoa suorittaa valvontatehtävää (Beekes ym., 2004). Suurissa pörssiyrityksissä johdon valvontatehtävä on annettu erilliselle hallituksen riippumattomista jäsenistä muodostetulle tarkastusvaliokunnalle (Fredriksson & Kankaanpää, 2017).

Osakeyhtiöt poikkeavat toisistaan koon, omistusrakenteen ja omistajien määrän suhteen. Eroavaisuuksista huolimatta operatiivisen johdon ja hallituksen välinen suhde on kuitenkin lähtökohtaisesti selkeä. Johto raportoi hallitukselle, joka omistajien edustajana suorittaa valvontatehtävänsä ja siten pyrkii madaltamaan johdon ja omistajien välistä informaation epäsymmetriaa.

Hallituksen jäsenet edustavat omistajia sekä pk-yrityksissä että suurissa yrityksissä. Osakkeenomistuksen hajaantumisen perusteella yhtiöitä kutsutaan joko insider- tai outsider-järjestelmiksi. Määräysvaltapohjainen insider-järjestelmä on tyypillinen

erityisesti angloamerikkalaisten maiden ulkopuolella (La Porta ym., 1998). Insider-järjestelmän mukainen hallintomalli madaltaa johdon ja omistajien välistä agenttiongelmaa. Riskinä on kuitenkin se, että isojen omistajien tavoitteet poikkeavat pienten omistajien intresseistä, jolloin pienosakkaat kärsivät (Villalonga ja Amit, 2006).

Markkinapohjaisessa outsider-järjestelmässä osakkeenomistus on hajautunut ja yhtiökokous valitsee hallitusjäsenet hallituksen nimitysvaliokunnan ehdotuksista (Beekes ym., 2004). Hajautunut omistusrakenne voi kuitenkin johtaa siihen, että johto kontrolloi yhtiökokouksessa käsiteltäviä asioita ja myötävaikuttaa itselleen mieleisten hallitusjäsenien valintaan. Tämä on luonnollisesti ongelmallista johdon ja päämiehen välisten agenttiongelmiin näkökulmasta.

Lakisääteisen tilintarkastuksen ja yrityksen hallituksen suorittaman valvonnan lisäksi valtio-omisteisilla ja kuntayhtiöillä on omat erityiset valvontarakenteensa (Kankaanpää ym., 2014). Valtio-omisteiset yhtiöt kuuluvat eduskunnan tarkastusvaliokunnan ns. parlamentaarisen finanssivalvonnan piiriin. Lisäksi valtionalouden tarkastusvirastolla on oikeus tarkastaa valtion määräysvallassa olevia yhtiöitä erityisesti sen selvittämiseksi, miten valtion omistajaohjausta ja osakasvaltaa on käytetty. Koska valtio-omisteisten yhtiöiden joukko on hyvin heterogeeninen ja valtion omistusosuudet vaihtelevat, myös parlamentaarisen valvonnan painopistealueet vaihtelevat eri yhtiöiden välillä (Kankaanpää ym., 2014).

Myös kuntaomisteisten osakeyhtiöiden kenttä on heterogeeninen (Penttilä ym., 2015). On syytä korostaa, että mikäli toiminnan tavoite on jokin muu kuin osakeyhtiölain mukainen voitontuottaminen, tästä on oltava nimenomainen maininta yhtiöjärjestyksessä. Tämä on tärkeää myös tilintarkastuksen näkökulmasta, sillä mikäli tilintarkastaja havaitsee, että yhtiössä tehdyt päätökset eivät selkeästi edistä yhtiön voitontuottamistarkoitusta, tilintarkastajan tulisi huomauttaa asiasta. Tilintarkastajan tehtävänä ei kuitenkaan ole ottaa kantaa siihen, ovatko kuntayhtiön tekemät päätökset olleet tarkoituksenmukaisia. Tämä ns. tarkoituksenmukaisuusvalvonta kuuluu luottamushenkilöistä koostuvalle tarkastuslautakunnalle (Penttilä ym., 2015).

Organisaatioiden valvontaa ja erilaisia valvontajärjestelmien rakenteita tarkastellessa on myös syytä pitää mielessä, että valvonta itsessään ei välttämättä johda positiivisiin tai tavoiteltuihin lopputuloksiin. Esimerkiksi Olson, Humphrey ja Guthrie (2001) ovat huomauttaneet, että valvonnan lisääminen, erilaiset valvontarakenteet ja valvontainformaation tuottaminen aiheuttavat aina myös kustannuksia. Samaan aikaan valvonnalla saavutettujen hyötyjen täsmällinen mittaaminen on haastavaa (Lapsley, 1994). Tästä huolimatta erilaisia valvonta-, auditointi- tai tarkastusjärjestelmiä esitetään usein keinoina parantaa organisaatioiden toimintaa sekä vähentämään niissä mahdollisesti esiintyvää tehottomuutta tai toiminnan tarkoitusta edistämätöntä

toimintaa (Power, 1999). Nämä näkökohdat on syytä huomioida tämän väitöskirjan tuloksia tarkasteltaessa, vaikka ne eivät liitykään suoraan työn kysymyksenasetteluun.

## 2.4 Hyvä hallintotapa Suomessa

Hyvän hallintotavan käsitteelle (*corporate governance*) ei ole olemassa yhtä yksiselitteistä määritelmää ja käsitettä voidaan lähestyä eri näkökulmista (Solomon, 2013, 5). Yrityksen rahoittajan näkökulmasta (*traditional finance paradigm*) hyvä hallintotapa määritellään tyypillisesti yrityksen ohjaus- ja hallinnointijärjestelmänä, jonka avulla pyritään turvaamaan osakkeenomistajien ja luotonantajien oikeudet (Cadbury Report, 1992; Shleifer & Vishny, 1997). Rahoittajan näkökulmaa korostava hyvän hallintotavan määritelmä pohjautuu edellä esiteltyyn agenttiteoriaan ja se on peräisin angloamerikkalaisesta yrityskulttuurista (Weimer & Pape, 1999).

Hyvän hallintotavan käytänteet vaihtelevat maakohtaisesti ja ne ovat riippuvaisia mm. kohdemaan talouden kansallisista piirteistä (Shleifer & Vishny, 1997). Hyvän hallintotavan järjestelmiä on kirjallisuudessa luokiteltu mm. lakijärjestelmiin ja rahoitusmarkkinoihin perustuen hieman toisistaan poikkeavalla tavalla (La Porta, 1998; Weimer & Pape, 1999). Pohjoismainen hyvän hallintotavan järjestelmä, johon myös Suomi kuuluu, luokitellaan nykyisin omaksi järjestelmäkseen samaan tapaan kuin angloamerikkalainen tai mannereurooppalainen järjestelmä (Leuz ym., 2003; Thomson, 2016).

Pohjoismainen hyvän hallintotavan järjestelmä koostuu mm. lainsäädännöstä, viranomaisten ohjeista ja yritysten itsesääntelystä (Liljeblom & Löflund, 2006; Fredriksson & Kankaanpää, 2017). Pohjoismaiselle järjestelmälle on tyypillistä, että yhtiökokous päättää mm. hallituksen kokoonpanosta, tilintarkastajan valinnasta, osingon määrästä ja tilinpäätöksen hyväksymisestä. Keskeisimmät laintasoiset säädökset ovat osakeyhtiölaki, arvopaperimarkkinalaki, tilintarkastuslaki ja kirjanpitolaki. Lisäksi Finanssivalvonta suorittaa valvontaviranomaisena listayhtiöiden laillisuusvalvontaa ja antaa hyvään hallintotapaan liittyvää ohjeistusta.

Suomalaisten listayhtiöiden hyvän hallintotavan käytänteitä ohjeistetaan myös hyvän hallintotavan koodin avulla (OECD, 2015). Koodi pohjautuu angloamerikkalaisessa ympäristössä luotuun hallintomalliin, jossa yritysten omistus on hajautunut ja toimivan johdon asema on vahva (La Porta ym., 1998; Valtioneuvoston kanslia, 2014; OECD, 2015). Suomalaisen ja angloamerikkalaisen järjestelmän eroavaisuuksista huolimatta koodisto on kuitenkin osaltaan lisännyt suomalaisten yritysten

toiminnan läpinäkyvyyttä ja parantanut myös vähemmistöosakkaiden asemaa (Liljeblom & Löflund, 2006).

Suomen ensimmäinen kansainväliset kriteerit täyttävä hallinnointikoodi (Suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä) julkaistiin joulukuussa 2003<sup>3</sup>. Koodi laadittiin muotoon ”noudata tai selitä” (*comply or explain*). Tämä tarkoittaa, että yhtiö voi poiketa koodin yksittäisistä sääöksistä, mutta sen täytyy esittää tekemilleen poikkeuksille perusteltu syy.

Hallinnointikoodi painottaa hallituksen riippumattomuuden merkitystä. Tämä ilmenee mm. koodin suosituksessa 10, jossa todetaan, että hallituksen jäsenten enemmistön on oltava riippumattomia yhtiöstä<sup>4</sup> (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2015). Yhtiöstä riippumattomien jäsenten katsotaan suojaavan omistajien oikeuksia ja siten vähentävän johdon ja osakkeenomistajien välistä agenttiongelmia. Lisäksi vähintään kahden yhtiöstä riippumattoman jäsenen on oltava riippumattomia myös merkittävistä osakkeenomistajista. Riippumattomuus merkittävästä osakkeenomistajasta on säädetty suojaamaan erityisesti vähemmistöomistajien oikeuksia (Lekvall, 2014).

Hallitus voi tarvittaessa muodostaa myös erillisen tarkastusvaliokunnan, jonka tehtävänä on valmistella yhtiön taloudellista raportointia ja valvontaa koskevia asioita (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2015). Tarkastusvaliokunnan jäsenten on oltava riippumattomia yhtiöstä ja lisäksi vähintään yhden tarkastusvaliokunnan jäsenen on oltava riippumaton yhtiön merkittävistä osakkeenomistajista. Mikäli yrityksellä ei ole erillistä tarkastusvaliokuntaa, koko hallitus on velvollinen hoitamaan tarkastusvaliokunnalle pakollisia tehtäviä (Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2015, 30).

## 2.5 Tuloksenohjaus

Yhtiön omistajille on keskeistä, että heillä on käytettävissään täsmällistä tietoa yrityksen taloudellisesta asemasta. Tilinpäätösraportointia ja sen taustalla olevia kirjanpidon käytäntöjä säädellään seikkaperäisesti lainsäädännössä, mutta tästä huolimatta yhtiön johdolla on mahdollisuus käyttää informaation laadinnassa joiltakin osin

---

<sup>3</sup> Listayhtiöiden hallinnointikoodin sisältöä ja rakennetta on aina tarpeen tulleen päivitetty. Tätä kirjoitettaessa voimassa oleva koodi on peräisin vuodelta 2015 (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2015). Hallinnointikoodia ollaan kuitenkin jälleen päivittämässä, ja uusi koodi tulee voimaan vuoden 2020 alusta lukien.

<sup>4</sup> Riippumattomuuden yksityiskohtaiset arviointiperusteet on esitetty kulloinkin voimassa olevassa koodissa erikseen. Näitä riippumattomuuden arviointiperusteita on vuosien mittaan täsmennetty koodin päivitysten yhteydessä.

harkintaa. Tämä liikkumavara ja sen sisällä tehdyt valinnat voivat myös vaikuttaa omistajien saaman tilinpäätösinformaation laatuun.

Suoriteperusteinen kirjanpidon tulos muodostuu kassavirroista ja jaksotuksista (Dechow & Dichew, 2002; Scott, 2015). Suoriteperusteinen kirjanpito antaa yleensä paremman kuvan tilikauden taloudellisesta suoriutumisesta kuin pelkät kassavirrat. Suoriteperusteisuuteen liittyvät jaksotukset perustuvat kuitenkin yritysjohton harkintaan, jolloin ne voivat heikentää raportoinnin laatua (Healey & Wahlen, 1999; Dechow & Schrand, 2004). Väärin arvioidut jaksotukset heikentävät raportoinnin laatua, vaikka arviointivirheet olisivat täysin tahattomia ja perustuisivat parhaaseen mahdolliseen saatavilla olevaa tietoon.

Tuloksenohjaus (*earnings management*) tarkoittaa johdon tilinpäätösraportoinnissa käyttämää harkintaa, jolla pyritään tietoisesti vaikuttamaan raportoinnin antamaan informaatioon (Dechow ym., 1995; Kasanen, Kinnunen & Niskanen, 1996; Healy & Wahlen, 1999; Saastamoinen & Pajunen, 2016). Tuloksenohjaus voidaan toteuttaa joko vaikuttamalla yrityksen kassavirtoihin tai kirjanpidon eriin ja käytäntöihin. Yrityksen kassavirtoihin voidaan vaikuttaa esimerkiksi kasvattamalla tilikauden lopun valmisteverastoa tai siirtämällä tiedossa olevia korjausprojekteja sopivaan ajankohtaan (Healey & Wahlen, 1999). Vastaavasti kirjanpidollista tuloksenohjausta voidaan toteuttaa esimerkiksi kirjanpitoperiaatteiden valinnan kautta. Tyypillisimmin kirjanpidollinen tuloksenohjaus tehdään kuitenkin vaikuttamalla kirjanpidon jaksotuksiin eli tuotto- ja kuluerien ajoitukseen<sup>5</sup> (Roychowdhury, 2006).

Tuloksenohjauksen taustalla vaikuttavat agenttiteorian kuvaamat epäsymmetrisen informaation ongelmat (Eisenhardt, 1989). Ongelmat konkretisoituvat tuloksenohjauksen yhteydessä, jos agentilla on motiivi antaa päämiehelle harhaanjohtava kuva yrityksen taloudellisesta suorituskyvystä tai vaikuttaa tilinpäätösluvuista riippuvaisiin sopimuksiin (Jensen & Meckling, 1976). Tuloksenohjauksen motiivit vaihtelevat, mutta yksi tärkeimmistä on pyrkimys vastata pääomamarkkinoiden ja sijoittajien odotuksiin (Badertscher ym., 2009; Dechow ym., 2010). Lisäksi on todettu, että tuloksenohjaukseen myötävaikuttavat myös johdon tulospäätökset kannustimet (Healy, 1985), johdon maineeseen ja urakehitykseen liittyvät motiivit (Graham ym., 2005), lainojen sopimusehdot (DeFond & Jambalvo, 1994), verotukselliset syyt (Sundvik 2017) ja viranomaisääätely (Healy & Wahlen, 1999).

Sopimusteoria on peliteorian alateoria (Scott, 2015). Laskentatoimen sopimusteoria (*efficient contracting theory*) käsittelee laskentainformaation roolia agentin ja

---

<sup>5</sup> Mikäli yritys haluaa parantaa tilikauden tulostaan, johto voi pyrkiä siirtämään kulueriä seuraavalle tilikaudelle tai aikaistamaan seuraavan kauden tuottoja raportointikaudelle. Mikäli taas raportointikauden tulosta halutaan heikentää, toimitaan päinvastoin.

päämiehen välisissä sopimussuhteissa, kuten johdon palkitsemisessa ja lainasopimuksissa (Watts & Zimmerman, 1990). Johdon suoriutumiseen perustuvat palkkiot on usein sidottu laskentatoimen tuottamaan informaatioon, kuten tilikauden tulokseen. Kuten jo edellä tuloksenohjauksen kohdalla todettiin, johdolla on tilinpäätösraportoinnin jaksotuksiin liittyen käytettävissään harkintavaltaa.

Johdon tilinpäätösraportoinnissa käyttämä harkinta voi heijastua raportointiin siten, että raportointi on luonteeltaan aggressiivista, neutraalia tai konservatiivista (Dechow & Skinner, 2000). Konservatiivinen eli varovainen raportointitapa on periaatteiltaan sen tyyppistä, että arvonalentumisten ja potentiaalisten tappioiden raportointikynnys on matalampi kuin vastaavien arvonnousujen tai potentiaalisten voittojen. Aggressiivinen raportointitapa on luonteeltaan juuri päinvastaista. Neutraalissa raportoinnissa arvomuutosten ja potentiaalisten voittojen ja tappioiden raportointikynnys on puolestaan yhtä suuri<sup>6</sup>.

Puhtaasti sopimusteoreettisesta näkökulmasta katsottuna on lähtökohtaisesti edullista, että yrityksen tilinpäätösraportointi on luonteeltaan mieluummin varovaista (konservatiivista) kuin aggressiivista (Beekes ym., 2004; Ahmed & Duelman, 2007; Garcia Lara ym., 2009). Mikäli raportointi on konservatiivista, johto ei voi keinotekoisesti kasvattaa omia bonuksiaan osakkeenomistajien kustannuksella. Myös velkojien näkökulmasta on toivottavaa, että tilinpäätösraportointi ei anna liian optimaalista kuvaa yrityksen tilasta (Ahmed, Billings, Morton & Stanford-Harris, 2002)<sup>7</sup>.

Laskentatoimen tuottama tilinpäätösinformaatio on yhteiskunnassa keskeisessä asemassa, ja siten myös laskentatoimen tutkimuskirjallisuudessa tuloksenohjauksen tarkastelu on yksi keskeinen tutkimusalue. Nykyisin laskentatoimen tutkimuksissa jaksotuksiin perustuvat tuloksenohjauksen mittarit pohjautuvat usein Jonesin (1991) mallista johdettuihin mittareihin. Yksi tehokkaimmista mittareista on ns. modifioitu Jonesin malli, jossa jaksotukset jaetaan harkinnanvaraisiin ja ei-harkinnanvaraisiin (Dechow ym. 1995 ja 2010)<sup>8</sup>. Modifioidussa Jonesin mallissa selitettävänä muuttujina ovat kokonaisjaksotukset, joita selitetään mallin antamalla ei-harkinnanvaraisilla

---

<sup>6</sup> Raportoinnin konservatiivisuus on herättänyt laskentatoimen tutkijoiden keskuudessa paljon keskustelua puolesta ja vastaan (Mora & Walker, 2015). Laskentatoimen *value relevance*-koulukunta korostaa neutraalin raportointitavan tärkeyttä ja *contracting efficiency*-koulukunta puolestaan konservatiivisuutta. Konservatiivisuuden käsitettä on tutkimuskirjallisuudessa jaoteltu monin tavoin (ks. esim. Ryan, 2006; Ruch & Taylor, 2015).

<sup>7</sup> Toisaalta on tärkeä ymmärtää, että laskentatoimen tuottamaa informaatiota ei käytetä ainoastaan sopimustarkoituksissa, jolloin varovainen raportointitapa ei välttämättä aina ole paras ratkaisu.

<sup>8</sup> Harkinnanvaraiset jaksotukset ovat nimensä mukaisesti johdon harkintaan perustuvia kassavirran oikaisuja, jotka liittyvä mm. arvonalentumisten ja luottotappioiden raportointiin. Ei-harkinnanvaraisiin jaksotuksiin luetaan kirjanpitolainsäädännön perusteella pakolliset jaksotukset, kuten varaston arvostusperiaatteet ja käyttöomaisuuden poistot.

jaksotuksilla. Mallin virhetermi kuvaa puolestaan harkinnanvaraisten jaksotusten määrää. Modifioitua Jonesin mallia on käytetty artikkelissa 3, jossa malli myös esitellään tarkemmin<sup>9</sup>.

Laskentainformaatiolla on tärkeä rooli myös toiminnan valvonnassa (Scott, 2015). Valvonnan kannalta on oleellista, että laskentainformaatio on ensinnäkin tilintarkastettua ja siten lain ja säädösten mukaista. Toisaalta laskentainformaation tulee antaa totuudenmukainen kuva yrityksen tilasta ja taloudellisesta asemasta. Kuten yllä on todettu, säädökset antavat kuitenkin yrityksen johdolle liikkumavaraa taloudellisen raportoinnin suhteen. Näillä raportointivalinnoilla saattaa olla vaikutusta tilinpäätöksen informaatioarvoon. Tilintarkastuksella pyritään osaltaan parantamaan taloudellisen raportoinnin täsmällisyyttä ja siten vähentämään informaation epäsymmetriaa ja mahdollisia agenttiongelmia. Samalla on kuitenkin huomattava, että tilintarkastajien ei ole mahdollista eikä edes tarkoituksenmukaista kyseenalaistaa kaikkia johdon tekemiä harkinnanvaraisia ratkaisuja (Pajunen & Saastamoinen, 2013).

Edellä on käsitelty agentin ja päämiehen sopimussuhteisiin liittyviä epäsymmetrisen informaation ongelmia, joita pyritään ratkaisemaan hyvän hallintotavan mekanismien avulla (Shleifer & Vishny, 1997). Hyvän hallintotavan mekanismit ovat yleensä kontekstisidonnaisia ja riippuvat mm. yrityksen omistusrakenteesta. Hyvän hallintotavan rakenteita ja raportointimekanismeja valtio-omisteisissa yhtiöissä on käsitelty tämän väitöskirjan artikkeleissa 1 ja 2.

Artikkelissa 3 perehdytään laskentainformaation laadun tunnistamiseen pk-yrityksissä. Artikkelissa vertaillaan keskenään yksityisesti omistettujen, valtio-omisteisten ja kuntayhtiöiden tuloksenohjausta. Tunnistamisessa käytetään harkinnanvaraisiin jaksotuksiin perustuvaa modifioitua Jonesin mallia, jonka on todettu olevan yksi parhaimmista tuloksen laadun mittareista (Dechow ym., 1995 ja 2010).

Artikkelissa 4 tarkastellaan pörssilistattujen yhtiöiden hallitusten valvontavoiman osatekijöitä. Erityisen kiinnostuneita ollaan siitä, millaiset tekijät vaikuttavat hallituksen suorittaman valvonnan tarpeeseen erityisesti valtio-omisteisissa yhtiöissä. Lisäksi ollaan kiinnostuneita muiden hyvän hallintotavan mukaisten valvontamekanismien suhteesta hallituksen suorittaman valvonnan tarpeeseen.

---

<sup>9</sup> Myös jaksotuksiin perustuvien mallien selitysvoima on kuitenkin melko alhainen (Dechow ym., 1995). Lisäksi yrityksen suorituskyvyllä saattaa olla vaikutusta mallin antamiin tuloksiin (Kothari, Leone & Wasley, 2005). Ei voida myöskään täysin varmuudella sanoa, mikä osa harkinnanvaraisista jaksotuksista liittyy tuloksenohjaukseen ja mikä on tarpeellista oikean ja riittävän kuvan antamisen kannalta välttämätöntä (Ball, 2013).



### 3 METODIT JA AINEISTO

Tässä väitöskirjassa tarkastellaan suomalaisten osakeyhtiöiden sopimussuhteisiin liittyviä epäsymmetrisen informaation ongelmia ja niihin liittyviä hyvän hallintotavan mekanismeja erilaisissa yrityskonteksteissa. Väitöskirjassa hyödynnetään monipuolisesti erilaisia aineistoja, ja niiden analysoinnissa on käytetty sekä laadullisia että määrällisiä tutkimusmenetelmiä.

Ensimmäisen ja toisen artikkelin aineiston muodostavat valtio-omisteiset yhtiöt. Artikkelit painottuvat hyvän hallintotavan mukaisen raportoinnin rakenteisiin ja raportoinnin painopistealueisiin tilanteissa, joissa valtio-omistuksen perusteet vaihtelevat yhteiskunnallisten erityistehtävien hoitamisesta puhtaaseen sijoittajaintressiin. Myös valtion omistusosuudet vaihtelevat vähemmistöomistuksista kokonaan omistettuihin yhtiöihin. Valtion osakeomistusta analysoidaan vuoden 2011 alun omistusten mukaisessa tilanteessa.

Artikkeli 3 painottuu tilinpäätösraportoinnin laadun tunnistamiseen laskentainformaatiota hyödyntävän mittarin avulla. Tutkimuksessa tarkastellaan sitä, harjoittavatko yksityisesti omistetut yhtiöt enemmän tuloksenohjausta kuin kuntien ja valtion omistamat yhtiöt. Tuloksen laatua mitataan tilinpäätösperusteisesti, ja empiirinen aineisto koostuu suomalaista pienistä ja keskisuurista yhtiöistä vuodelta 2016. Artikkelissa 4 puolestaan analysoidaan pörssilistattujen yritysten hyvän hallintotavan mukaisen hallitusten valvontavoimaa vuodet 2004 – 2014 kattavalla aineistolla. Tavoitteena on lisätä ymmärrystä siitä, mistä osatekijöistä pörssiyhtiön hallituksen valvontavoima muodostuu ja mitkä tekijät vaikuttavat ilmiön taustalla erityisesti valtio-omisteisissa pörssiyhtiöissä. Hallituksen valvontavoiman mittarina käytetään yhdistelmämuuttujaa, joka muodostetaan kuuden yksittäisen hallitusta kuvaavan muuttujan standardoitujen lukuarvojen keskiarvona. Standardoinnin myötä yksittäisten muuttujien mitattavien vaikutus katoaa.

Artikkelien 1 ja 2 empiirisenä aineistona käytettiin eduskunnan tarkastusvaliokunnan tuottamia dokumentteja, kuten muistioita, valiokuntamietintöjä sekä esiselvityksiä verrokkimaiden parlamentaarisen valvonnan käytänteistä<sup>10</sup>. Täydentävänä aineistona käytettiin julkisesti saatavilla olevia dokumentteja, kuten omistajaohjausyksikön

---

<sup>10</sup> Verrokkimaita olivat Ruotsi, Norja, Iso-Britannia, Hollanti, Australia ja Uusi-Seelanti.

ja vastuuministeriöiden raportteja sekä hallituksen periaatepäätöksiä. Artikkelin 2 osalta empiiristä aineistoa kerättiin myös haastattelemalla. Haastattavina olivat eduskunnan tarkastusvaliokunnan puheenjohtaja, valtiontalouden tarkastusviraston johtava tarkastaja, valtion omistajaohjausyksikön johtaja sekä eritystehtävayhtiöitä ohjaavien ministeriöiden edustajia. Haastatteluaineistoa kertyi kaikkiaan n. 5 tuntia. Haastattelut äänitettiin ja litteroitiin.

Kolmannen artikkeliin tilastollisen analyysin vaatimat tiedot saatiin Orbis-tietokannasta. Karsinnan jälkeen tutkimusaineiston kooksi muodostui 12 050 yritystä. Neljännen artikkelin aineisto kerättiin yritysten vuosikertomuksista sekä yritysten verkkosivuillaan julkaisemista hyvän hallintotavan selvityksistä. Lopullisen tutkimusaineiston kooksi muodostui 967 yritysvuosihavaintoa. Kolmannen ja neljännen artikkelin aineiston muodostamisesta ja havaintojen karsintaperusteista on kerrottu tarkemmin varsinaisissa artikkeleissa.

Artikkelien 1 ja 2 tutkimusmenetelmät ovat luonteeltaan laadullisia. Ensimmäisessä artikkelissa valtio-omisteisten yhtiöiden heterogeenistä kenttää ja raportointisuhteita on pyritty jäsentämään luokiteltavan ilmiön sisällöistä ja rakenteista käsin (Eskola & Suoranta, 1998). Tähän systematisointiin perustuen valtio-omisteiset yhtiöt jäsennettiin kaksiulotteisen mallin muotoon, joissa ensimmäisen ulottuvuuden muodosti valtio-omistuksen perusta ja toisen ulottuvuuden valtio-omistuksen määrä (Kankaanpää ym., 2014). Artikkelin 2 haastatteluaineisto kerättiin puolistrukturoidun haastattelun avulla. Haastattelussa kartoitettiin osapuolten näkemyksiä siitä, miltä osin keskeisten verrokkimaiden valtio-omisteisten yhtiöiden raportointikäytännöt soveltuisivat myös Suomeen.

Artikkelit 3 ja 4 on toteutettu tilastollisten tutkimusmenetelmien avulla. Artikkelin 3 tilastollinen analyysi on toteutettu logistisen regressiomallin avulla vuoden 2016 poikkileikkausaineistossa. Tutkimuskysymykseen vastattiin muodostamalla vastemuuttujaksi kaksiluokkainen luokkamuuttuja ”Tuloksenohjaus”<sup>11</sup>. Koska logistinen regressio soveltuu nimenomaan tutkimusasetelmiin, joissa vastemuuttujana on kaksiluokkainen luokkamuuttuja, logistinen regressio valittiin tilastolliseen testiin. Tätä kaksiluokkaista muuttujaa selitetään riippumattomien muuttujien lineaarikombinaatiolla (Kankaanpää ym., 2019).

Artikkelin 4 malli on estimoitu lineaarisen regressioanalyysin avulla pienimmän neliösumman menetelmää (OLS<sup>12</sup>) käyttäen. Pienimmän neliösumman menetelmä soveltui artikkelin 4 tilastolliseksi testimalliksi, sillä tilastollisen mallin selitettävä

---

<sup>11</sup> Artikkelin 3 osalta selitettävän muuttujan kaksiluokkaisuus tarkoittaa, että yritys joko harjoittaa tuloksenohjausta (1) tai ei harjoita tuloksenohjausta (0).

<sup>12</sup> OLS = Ordinary Least Squares

muuttuja on hallituksen valvontavoimaa kuvaava yhdistelmämuuttuja, joka on jatkuva. Regressioanalyysissä ideana on luoda matemaattinen malli, joka kuvaa selitettävän muuttujan ( $y$ ) ja selittävien muuttujien ( $x_1 \dots x_n$ ) välistä yhteyttä (Verbeek 2004). Mallin avulla on tarkoitus kuvata, mikä on selitettävän muuttujan keskimääräinen arvo, jos selittävien muuttujien arvot tunnetaan. Regressiomallin käytön tärkein oletus on se, että muuttujien väliset yhteydet ovat lineaarisia.

Yhteiskuntatieteelliselle tutkimukselle on tyypillistä, että tilastolliset mallit ovat kuitenkin vain todellisuuden yksinkertaistuksia, joten ne eivät päde täsmällisesti kaikissa tilanteissa<sup>13</sup>. Siksi malleihin lisätään tyypillisesti virhetermi, joka kuvaa selitettävän muuttujan ( $y$ ) yksittäisten havaintojen satunnaista vaihtelua  $y$ :n keskimääräisen arvon ympärillä. Virhetermi kuvaa sitä osaa, jota malli ei pysty selittämään. Pienimmän neliösumman menetelmässä (OLS) käytettäessä parametrien arvot valitaan siten, että virhetermien (residuaalien) neliöiden summa on pienin mahdollinen (Verbeek, 2004).

---

<sup>13</sup> Kaikkia selittäviä tekijöitä ei välttämättä tunneta tai niitä ei kyetä mittaamaan. Havaituissa muuttujissa saattaa olla mittausvirheitä tai tarkasteltavaan ilmiöön liittyy luonnollista satunnaisuutta.

## 4 ARTIKKELITIIVISTELMÄT

Käsillä olevan johdanto-osan lisäksi tämä väitöskirja koostuu neljästä osajulkaisusta, jotka sisältyvät kokonaisuudessaan väitöskirjan julkaisut-osioon. Osajulkaisut käydään kuitenkin tiivistetysti läpi seuraavassa.

### 4.1 Steering and monitoring model of state-owned enterprises

Kankaanpää, J., Oulasvirta, L. & Wacker, J. (2014). Steering and monitoring model of state-owned enterprises. *International Journal of Public Administration*, 37 (7), 409-423.

Väitöskirjan ensimmäisen artikkelin tavoitteena on systematisoida valtio-omisteisten yhtiöiden kenttää ja omistajaohjausta erityisesti eduskunnan parlamentaarisen valvonnan näkökulmasta. Valtio-omisteiset yhtiöt ovat merkittävä osa Suomen kansallisvarallisuutta ja valtiolla on osakeomistuksia yli 50 yhtiössä. Nämä yhtiöt muodostavat kuitenkin hyvin heterogeenisen joukon. Parlamentaarisen valvonnan näkökulmasta on tärkeää, mihin seikkoihin eri yritysten valvontaa pitäisi painottaa. Lisäksi on tärkeää ymmärtää, millaisia odotuksia ja tavoitteita eri yrityksille voidaan säädösten puitteissa asettaa.

Tutkimuksen teoreettinen viitekehys pohjautuu agenttiteoriaan (Jensen & Meckling, 1976). Tutkimuksen teoreettisessa viitekehyksessä päämies-agenttisuhde esiintyy moniportaisena siten, että sama toimija on yhtäälle agentin roolissa, mutta toisaalle päämiehen roolissa. Teoreettisen viitekehyksen ensimmäisellä portaalla tarkastellaan yksittäisten yritysten johdon (agentti) ja valtio-omistajan (päämies) välistä suhdetta. Toisella portaalla valtio-omistaja (omistajaohjauksesta vastaava viranomainen) on agentin roolissa ja poliittiset päätöksentekijät (eduskunta ja sen tarkastusvaliokunta) päämiehenä. Kolmannella tasolla poliittiset päättäjät ovat agenteja suhteessa omaan päämieheensä eli äänestäjiin.

Artikkelin empiirinen aineisto muodostuu Suomen valtion osakeportfoliosta. Mukana ovat erityistehtäväyhtiöt, markkinaehtoisesti toimivat listaamattomat yhtiöt sekä pörssilistatut yhtiöt. Omistusosuuden mukaan tarkasteltuna mukana ovat valtion kokonaan omistamat yhtiöt, valtioenemmistöiset yhtiöt ja osakkuusyhtiöt.

Tutkimuksessa valtion yhtiöomistus systematisoitiin mallissa viiteen kategoriaan (I – V) sen mukaisesti, onko omistuksen ensisijaisena tavoitteena yhteiskunnalliset (kategoria I) vaikuttavuusintressit vai puhtaat sijoitusintressit (kategoria V). Yhtiöt asemoituvat kategorioihinsa seuraavasti: valtion erityistehtäväyhtiöt (I), markkinaehtoisesti toimivat listaamattomat yhtiöt, joissa valtiolla on strateginen intressi (II), markkinaehtoiset listaamattomat yhtiöt, joissa valtiolla on yksinomaan sijoittajaintressi (III), pörssilistatut valtioenemmistöiset yhtiöt, joissa valtiolla strateginen intressi (IV) ja pörssilistatut valtion osakkuusyhtiöt (V).

Lisäksi jokainen yhtiökategoria (I – V) on jaettu kolmeen luokkaan (a, b, c) sen perusteella, onko valtio kyseisen kategorian yhtiössä yksinomistajana (a), enemmistöomistajana (b), vai onko kyseessä valtion osakkuusyhtiö (c). Yksinomistajana toimiessaan valtio voi asettaa yhtiölleen myös muita kuin taloudellisia tavoitteita ilman, että muiden omistajien asema vaarantuisi tai heidän oikeuksiaan loukattaisiin. Tilanne kuitenkin muuttuu oleellisesti silloin, jos yhtiössä on valtio-omistajan lisäksi yksikin muu osakkeenomistaja. Tällöin valtion toiminta omistajana on osakeyhtiölain yhdenvertaisuusperiaatteen ja vähemmistösuoja-säännösten rajoittamaa, jolloin yhtiön päätöksenteko ja valtion omistajaohjaus järjestetään omistajien yhteistä intressiä kunnioittaen. Pörssinoteeratuissa osakkuusyhtiöissä valtiolla on omistajana puhtaasti sijoitusintressi, joten valtio-omistajan intressit eivät poikkea millään muotoa osakeyhtiölain 5 §:n mukaisesta voitontuottamistavoitteesta.

Väitöskirjan ensimmäisen artikkelin tulokset jäsentävät Suomen valtion yhtiöomistuksen kenttää. Lisäksi tulokset lisäävät ymmärrystä siitä, miten omistamisen peruste, omistusosuus ja mahdollinen pörssilistaus vaikuttavat yhtiön omistajaohjaukseen. Tämä on hyödyllistä ja tärkeää muun muassa parlamentaarisen valvonnan painopistealueista päätettäessä.

## 4.2 Reporting of SOE's for parliamentary supervision

Oulasvirta, L., Kankaanpää, J. & Wacker, J. (2014). Reporting of state-owned enterprises for parliamentary supervision. *Hallinnon tutkimus* 33, (1), 39-53.

Väitöskirjan toisen artikkelin tavoitteena on tutkia ja kehittää Suomen valtion omistajapolitiikan parlamentaarisen valvonnan keinoja. Artikkelin pohjautuu eduskunnan tarkastusvaliokunnan tilaamaan tutkimukseen, jossa selvitettiin eduskunnan roolia valtion omistajaohjauksen valvonnassa ja tehtiin tarkastusvaliokunnalle ehdotus omistajaohjauksen raportointi- ja valvontamallista (Kankaanpää ym., 2011).

Tämän artikkelin teoreettinen viitekehys pohjautuu lähinnä agenttiteoriaan (Jensen & Meckling, 1976). Uutena julkisjohtamisena (*New Public Management*) tunnetun ajattelun myötä julkinen sektori on yhtiöittänyt liikelaitoksiaan ja viranomaistoimintojaan. Yhtiöittämisen avulla on pyritty lisäämään toiminnan tehokkuutta ja joustavuutta. Valtion omistamien yhtiöiden kenttä on kuitenkin hyvin heterogeeninen. Osa valtion täysin omistamista yhtiöstä toimii omakustannusperiaatteella ja niiden tavoite on jokin muu kuin voiton tuottaminen. Toisaalta valtio on vähemmistöomistajana pörssinoteeratuissa yhtiöissä, joissa tavoitteena on yksinomaan voiton tuottaminen. Myös omistajaohjaus on hajautunut. Valtion erityistehtäväyhtiöiden omistajaohjauksesta vastaavat substanssiministeriöt, mutta muiden valtio-omisteisten yhtiöiden omistajaohjaus on keskitetty valtioneuvoston kansliaan.

Tutkimuksen empiirinen aineisto kerättiin haastattelemalla mm. eduskunnan tarkastusvaliokunnan puheenjohtajaa, omistajaohjausyksikön edustajaa, valtiontalouden tarkastusviraston edustajaa sekä useita eri ministeriöiden edustajia. Lisäksi tutkimuksessa tehtiin vertailu parlamentaarisen valvonnan käytännöistä Ruotsissa, Norjassa, Isossa-Britanniassa, Hollannissa, Australiassa ja Uudessa-Seelannissa. Tutkimuksessa hyödynnettiin myös tarkastusvaliokunnan muistioita ja hallituksen omistajaohjauksen periaatepäätöksiä.

Haastatteluissa ja kansainvälisissä vertailuissa ilmeni, että suomalaisessa yhteiskunnassa parlamentarisessa valvonnassa ja raportointisysteemissä on selkeitä kehittämistarpeita. Huomionarvoista oli, että sekä omistajaohjauksesta vastaavat toimijat (ministeriöt ja omistajaohjausyksikkö), että valvoja (eduskunnan tarkastusvaliokunta) olivat yhtä mieltä siitä, että parlamentaarista valvontaa tulisi tehostaa.

Keskeisimpinä yksittäisinä ongelmakohtina nousivat esiin seuraavat: 1) Omistajaohjauksen vuosikertomusta ei Suomessa käsitellä valtiopäiväasiakirjana, 2) Omistajaohjauksen raportointi eduskunnalle ei koske valtion erityistehtäväyhtiöitä ja 3) Valtio-omisteisten yhtiöiden kenttä on hyvin heterogeeninen, mutta vuosikertomuksesta ei tule ilmi, millaisia tavoitteita eri tyyppisillä yhtiöillä on ja millaista suoriutumista niiltä pitäisi odottaa.

Tämän artikkelin tulokset auttavat parlamentaarista valvonnan kehittämistyötä Suomessa. Tulosten voidaan nähdä olevan hyödyllisiä myös esimerkiksi kehittyvien talouksien näkökulmasta, joissa parlamentaarisen valvonnan käytännöt ovat vasta kehitymässä.

#### 4.3 Tuloksenohjaus pienissä ja keskisuurissa yrityksissä: Empiirinen tutkimus yksityisten ja julkisen sektorin omistamien yhtiöiden eroista

Kankaanpää, J., Laine, M. & Ojala, H. (2019). Tuloksenohjaus pienissä ja keskisuurissa yrityksissä: Empiirinen tutkimus yksityisen ja julkisen sektorin omistamien yritysten eroista. *Focus Localis*, 47 (2), 8-23.

Väitöskirjan kolmannen artikkelin tavoitteena on tarkastella julkisen sektorin omistamien suomalaisten pienten ja keskisuurten (pk) osakeyhtiöiden tuloksenohjausta. Tuloksenohjauksella tarkoitetaan johdon tilinpäätösraportoinnissa käyttämää harkintaa, jolla pyritään vaikuttamaan raportoinnin antamaan informaatioon (Healy & Wahlen, 1999). Pk-yrityksellä tarkoitetaan yritystä, jonka palveluksessa on vähemmän kuin 250 työntekijää ja jonka vuosiliikevaihto on enintään 50 miljoonaa euroa tai taseen loppusumma enintään 43 miljoonaa euroa (Euroopan yhteisö, 2003).

Tämän tutkimuksen teoreettisena viitekehyksenä käytetään agenttiteoriaa. Tuloksenohjauksen taustalla vaikuttavat agenttiteorian mukaiset epäsymmetrisen informaation ongelmat eli moraalikato ja haitallinen valikoituminen (Eisenhard, 1989). Informaatioylivoimansa turvin johto (agentti) pystyy ajamaan omia tavoitteitaan, jotka saattavan poiketa omistajien (päämies) tavoitteista. Moraalikato liittyy piilotettuihin toimiin, kun taas haitallinen valikoituminen liittyy piilotettuun informaatioon. Moraalikato syntyy, kun johdon toimet eivät ole havaittavissa tai tehdyllä toimella on johdolle ja omistajille erilainen merkitys. Haitallisen valikoitumisen ongelma konkretisoituu tuloksenohjauksen yhteydessä silloin, jos johdolla on kannustin antaa omistajille ja muille sidosryhmille harhaanjohtava kuva yrityksen taloudellisesta suoriutuvuudesta tai vaikuttaa tilinpäätösluvuista riippuvaisiin sopimuksiin.

Myös julkisomisteisissa yhtiöissä saattaa esiintyä päämiehen ja agentin erilaisista tavoitteista johtuvia ongelmia. Toisaalta poliittisen talousteorian mukaan poliitikkojen osallistuminen yrityksen päätöksentekoon heikentää yrityksen tehokkuutta (Shleifer & Vishny, 1994). Poliitikot saattavat olla kiinnostuneita ajamaan poliittisia päämääriä julkisomisteisten yhtiöiden kautta, jolloin tuloksenohjaus voi olla keino näiden tavoitteiden saavuttamisessa.

Artikkelin tutkimusaineistossa on mukana 12 050 pieniä ja keskisuuria yrityksiä koskettavaa yrityshavaintoa vuodelta 2016. Aineistosta on poistettu ns. mikroyritykset (Euroopan yhteisö, 2003). Yksityisesti omistettuja yrityksiä on 11 624 ja julkisyhteisöjen omistamia 426.

Tilinpäätösraportoinnin mittarina käytetään tässä tutkimuksessa Modifioitua Jonesin mallia (Dechow ym., 1995). Modifioidun Jonesin mallin virhetermi muodostaa tuloksenohjausta kuvaavan riippuvan muuttujan. Hypoteesin 1 mukaisen mallin riippumaton muuttuja (JULKINEN) saa arvon 1, jos yhtiön enemmistöomistajana on kaupunki, kunta tai valtio ja muutoin arvon nolla. Hypoteesin 2 testaamiseksi muuttuja (JULKINEN) jaetaan vielä osatekijöihin (KUNTA) ja (VALTIO). Ne saavat arvon 1, kun yhtiön enemmistöomistajana on muuttujan nimessä mainittu julkinen taho ja muutoin arvon nolla. Lisäksi mallissa kontrolloidaan yrityskoon, kannattavuuden ja tilintarkastuslaadun vaikutus. Edellä kuvattu regressio tehdään vastinparitestinä, sillä modifioidun Jones-mallin kyky mitata tuloksenohjausta paranee, kun huomioidaan toimialat ja kannattavuus (Holthausen ym., 1995; Kothari ym., 2005). Tässä tutkimuksessa modifioidun Jonesin mallin tulkinnessa virhetermin nollaa lähellä olevat havainnot edustavat yrityksiä, joissa tuloksen ohjaus on vähäistä. Vastaavasti voimakkaasti negatiiviset tai positiiviset virhetermin arvot edustavat yrityksiä, joissa tulosta ohjataan tai on ohjattu aikaisempina vuosina.

Tutkimuksen tulokset osoittavat, että julkisen sektorin omistamat yhtiöt harjoittavat vähemmän tuloksenohjausta kuin yksityisesti omistetut. Lisäksi tilastolliset testit antavat tukea sille, että kuntien ja kaupunkien omistamissa yhtiöissä tuloksenohjaus on vähäisempää kuin valtion omistamissa yhtiöissä. Tulos oli hieman yllättävä, sillä poliittisen talousteorian mukaiset tehottomuusongelmat nähdään tyypillisesti kunnallisten yhtiöiden ongelmana. Vastinpariaineistolla saadut tulokset vahvistavat koko otoksella saadut löydökset.

Tämä tutkimus antaa lisää tietoa julkisen sektorin omistamien yhtiöiden harjoittamasta tuloksenohjauksesta. Näiden yhtiöiden tuloksenohjauksesta tiedetään vasta vähän, vaikka niiden yhteiskunnallinen ja taloudellinen merkitys on huomattava.

#### **4.4 Hallituksen valvontavoima suomalaisissa pörssiyrityksissä: Empiirinen tutkimus valtio-omisteisten ja yksityisesti omistettujen yritysten eroista**

Kankaanpää, J. (2019). Hallituksen valvontavoima suomalaisissa pörssiyrityksissä: Empiirinen tutkimus valtio-omisteisten ja yksityisesti omistettujen yritysten eroista. Julkaisematon työpaperi.

Väitöskirjan neljännen osajulkaisun tavoitteena on tarkastella suomalaisten valtio-omisteisten pörssiyritysten hyvän hallintotavan mukaista valvontavoimaa. Tutkimus



pyrkii lisäämään ymmärrystä siitä, mistä osatekijöistä hallituksen valvontavoima muodostuu ja mitkä tekijät vaikuttavat hallituksen suorittaman valvonnan tarpeeseen erityisesti valtio-omisteisissa pörssiyhtiöissä.

Tutkimuksen taustalla vaikuttavat agenttiteorian mukaiset epäsymmetrisen informaation ongelmat. Lisäksi hallituksen suorittaman valvontatehtävän tarvetta lähestytään kahden erilaisen näkökulman kautta: yhtäältä substituuttinäkökulmasta ja toisaalta komplementtisesta näkökulmasta (Simunic, 1980; Hay ym., 2008). Substituuttinäkökulmasta tarkasteltuna on olemassa useita erilaisia yrityksen valvontamekanismeja, joista hallitus on yksi. Vahva panostus yhteen valvontamekanismiin mahdollistaa keveämmän panostuksen muihin valvontamekanismeihin. Vastaavasti komplementtisesta näkökulmasta katsottuna vahva panostus yhteen valvontamekanismiin merkitsee vahvaa panostusta myös muihin valvontamekanismeihin.

Tämä tutkimus pohjautuu tilastollisiin tutkimusmenetelmiin, joiden avulla analysoidussa empiirisessä aineistossa on 967 suomalaista pörssiyrityshavaintoa vuosilta 2004 – 2014. Näistä yrityksistä on yksityisesti omistettuja 865. Valtio-omisteisia yrityksiä on puolestaan 102 ja valtion omistusosuudet vaihtelivat näissä yrityksissä välillä 8,3 % – 59,2 %. Valtion yli 50 prosentin omistusosuus viittaa tyypillisesti siihen, että omistuksen taustalla on strategisia intressejä. Sen sijaan valtion vähemmistö-omistus viittaa tyypillisesti puhtaaseen sijoitusintressiin (Kankaanpää ym., 2014).

Tutkimuksen empiiriset tulokset osoittivat, että valtio-omisteisten yhtiöiden hyvän hallintotavan mukainen hallituksen valvontavoima on yksityisesti omistettuja yhtiöitä suurempi. Substituuttinäkökulmasta tulosta voidaan tulkita siten, että yksityisesti omistetuilla yrityksillä on laajemmin käytössä muita valvontamekanismeja, jotka vähentävät hallituksen suorittaman valvonnan tarvetta. Pankkien luottopäätöksiin liitettävät erityis ehdot (kovenantit) ovat yksi tällainen mekanismi. Toisaalta tuloksia voidaan ymmärtää myös komplementtisen lähestymistavan kautta. Voimakas panostus useisiin erilaisiin valvontakeinoihin, kuten hallituksen hyvän hallintotavan mukaiseen valvontavoimaan, luo julkisuuteen vakuuttavan kuvan kansallisomaisuuden hyvästä hoidosta. Tällöin saattaa riskinä olla kuitenkin se, että valvonta ylittää optimaalisen tasonsa, jolloin liiallinen päällekkäinen valvonta kuluttaa yrityksen resursseja tarpeettomasti (Olson ym., 2001).

Näiden tulosten kautta tämä tutkimus lisää ymmärrystä pörssiyhtiöiden hyvän hallintotavan mukaisista hallituskokoonpanoista erityisesti hallituksen valvontatehtävän näkökulmasta. Tulokset auttavat hahmottamaan myös niitä tekijöitä, jotka vaikuttavat hallitusten valvontatarpeeseen taustalla erityisesti valtio-omisteisissa yhtiöissä. Tulokset ovat hyödyllisiä myös kuntaomisteisten yhtiöiden hallinnon läpinäkyvyyttä kehitettäessä.

## 5 JOHTOPÄÄTÖKSET JA JOHTOPÄÄTÖSTEN ARVIOINTI

Tässä väitöskirjassa tutkitaan osakeyhtiömuotoisten yritysten omistajaohjausta, hyvää hallintotapaa ja muuta valvontaa. Kokonaisuutena väitöskirja on pyrkinyt vastaamaan seuraavaan tutkimuskysymykseen: missä määrin yksityisesti ja julkisesti omistetut osakeyhtiöt poikkeavat toisistaan omistajaohjauksen, hyvän hallintotavan ja muun valvonnan näkökulmista? Samalla tutkimuksen tavoitteena on kokonaisuutena lisätä ymmärrystä siitä, miten toisistaan poikkeavat omistuksen preferenssit ja hallinnon rakenteet vaikuttavat tutkittavaan ilmiöön erilaisissa osakeyhtiöissä.

Tutkimuskysymystä on tässä työssä lähestytty eri näkökulmista neljässä osajulkaisussa, joissa jokaisessa empiirinen tarkastelu perustuu suomalaiseen aineistoon. Ensimmäisen artikkelin tulokset jäsentävät Suomen valtion yhtiöomistuksen kenttää. Lisäksi tulokset lisäävät ymmärrystä siitä, miten omistamisen peruste, omistusosuus ja mahdollinen pörssilistaus vaikuttavat yhtiön omistajaohjaukseen. Tämä tieto on hyödyllistä ja tärkeää muun muassa parlamentaarisen valvonnan painopistealueista päätettäessä. Toinen artikkeli nostaa esille suomalaisen parlamentaariseen valvontaan ja raportointisysteemiin liittyviä kehittämistarpeita, ja se auttaa siten parlamentaarisen valvonnan kehittämistä Suomessa. Tulokset ovat hyödyllisiä myös esimerkiksi kehittyvien talouksien näkökulmasta, joissa parlamentaarisen valvonnan käytännöt ovat vasta kehitymässä. Kolmas artikkeli antaa lisätietoa julkisen sektorin omistamien yhtiöiden harjoittamasta tuloksenohjauksesta ja osoittaa, että julkisen sektorin omistamat yhtiöt harjoittavat vähemmän tuloksenohjausta kuin yksityisesti omistetut. Tämän tutkimuksen tulosten perusteella vaikuttaisi myös siltä, että kuntien ja kaupunkien omistamissa yhtiöissä tuloksenohjaus on vähäisempää kuin valtio-omisteisissa yhtiöissä. Tutkimuksen tulokset antavat näin lisätietoa näiden yhteiskunnallisesti ja taloudellisesti huomattavan merkittävien yhtiöiden toiminnasta ja tuloksenohjauksesta. Väitöskirjan päättävän neljännen artikkelin tulokset lisäävät ymmärrystä pörssiyhtiöiden hyvän hallintotavan mukaisista hallituskokoonpanoista erityisesti hallituksen valvontatehtävän näkökulmasta. Lisäksi tutkimus auttaa hahmottamaan niitä tekijöitä, jotka vaikuttavat hallitusten valvontatarpeen taustalla erityisesti valtio-omisteisissa yhtiöissä. Tulokset ovat hyödyllisiä myös kuntaomisteisten yhtiöiden hallinnon läpinäkyvyyttä kehitettäessä.

Kokonaisuutta tarkasteltaessa tämän väitöskirjan ongelmanasettelu liittyy agentti-teorian kuvaamaan agentin ja päämiehen suhteeseen. Yksi väitöskirjan keskeisistä ulottuvuuksista liittyy omistajaohjauksen, valvonnan ja hyvän hallintotavan tarkasteluun erilaisten päämiesten yhtiöissä. Yksityisesti omistettujen yhtiöiden osalta agentin ja päämiehen välinen jännite kulminoituu yleensä agentin ja päämiehen erilaisiin intresseihin (Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997). Erityisesti julkisyhteisöjen omistamissa yhtiöissä riskinä pidetään myös sitä, että omistajien ja johdon roolit menevät sekaisin ja omistaja (eli poliitikko omistajan edustajana) puuttuu yhtiön hallituksen tai toimitusjohtajan vastuulla oleviin asioihin (Shleifer & Vishny, 1994)<sup>14</sup>.

Agenttiin kohdistuva valvonta vaihtelee päämiehen mukaan. Julkisomisteisiin yhtiöihin kohdistuu lakisääteisen tilintarkastuksen ja hallituksen suorittaman valvonnan lisäksi myös parlamentaarista valvontaa. Valtio-omisteisissa yhtiöissä tätä toimintaa hoitaa eduskunta ja sen tarkastusvaliokunta. Vastaavasti kuntayhtiöissä tehtävää hoitaa kunnanvaltuusto ja sen tarkastuslautakunta.

Tässä väitöskirjassa pureudutaan toinen toisiinsa kietoutuneisiin valvonnan ulottuvuuksiin, jotka rakentuvat useista normistoista ja joissa valvonnan sisällöistä päättävät useat eri toimijat. Yhtenä osana voidaan nähdä tilintarkastajien suorittama valvonta, joka perustuu erityisesti yhtiölakeihin ja tilintarkastuslakiin. Toisena tekijänä yhtiöissä on käytössä sisäistä valvontaa, jonka organisoii yrityksen toimitusjohtaja. Näiden lisäksi kolmantena osana valtio- ja kuntaomisteissa yhtiöissä on parlamentaarinen (poliittinen) valvonta, joka näkyy osallistumisena yhtiökokouksiin ja hallituksen jäsenten valintaan. Edelliset yhdessä vaikuttavat siihen, millaiseksi omistajaohjauksen, hyvän hallintotavan ja muu valvonnan kokonaisuus muodostuu.

Yksi valtio-omisteisten ja kuntayhtiöiden omistajaohjauksen ja valvonnan haasteista liittyy yhtiöiden heterogeenisyyteen. Parlamentaarisen valvonnan tarkastelussa havaitaan, että valtio-omisteiset yhtiöt ovat merkittävä osa Suomen kansallisvarallisuutta ja valtiolla on osakeomistuksia yli 50 yhtiössä. Tämän väitöskirjan ensimmäisessä artikkelissa pyritään jäsentämään valtio-omisteisten yhtiöiden kenttää. Pyrkimyksenä on lisätä ymmärrystä siitä, miten valtio-omisteisten yhtiöiden toisistaan poikkeavat toiminnan motiivit ja valtion omistusosuudet sekä mahdollinen pörssilistaus vaikuttavat omistajaohjaukseen ja omistajaohjauksen valvontaan.

Väitöskirjan toisessa artikkelissa keskityttiin tarkastelemaan valtio-omisteisten yhtiöiden parlamentaarisen valvonnan keinoja ja niiden mahdollista kehittämistä.

---

<sup>14</sup> Toisinaan voi kuitenkin olla perusteltua, että yrityksen hallituksessa on myös poliittista osaamista (Penttilä ym., 2015). Esimerkiksi kuntayhtiön hallituksessa saatetaan tarvita myös kunnan tai kaupungin toiminnan ymmärtäviä henkilöitä. Oleellista on ymmärtää se, että niin yksityisesti omistettujen kuin julkisyhteisöjen omistamien yhtiöiden on toimittava lainsäädännön ja muun hyvän hallintotavan puitteissa.

Kokonaisuutena tässä väitöskirjassa todetaan, että tutkimuksen tekemisen aikaan suomalaisten valtio-omisteisten yhtiöiden parlamentaarisessa valvonnassa ja raportointisysteemeissä oli selkeitä kehittämistarpeita. Kehittämistarpeet liittyivät erityisesti yhtiöiden raportoinnin selkeyteen ja yhdenmukaisuuteen sekä omistajaohjauksen raportoinnin parlamenttikäsittelyyn. Väitöskirjan haastatteluaineiston perusteella sekä omistajaohjauksesta vastaavat toimijat (ministeriöt ja omistajaohjausyksikkö) että valvoja (eduskunnan tarkastusvaliokunta) olivat yhtä mieltä siitä, että parlamentaarista valvontaa tulisi tehostaa.

Väitöskirjassa tuotetun tiedon voidaan nähdä olevan hyödyllistä muun muassa parlamentaarisen valvonnan painopistealueista päätettäessä. Parlamentaarisen valvonnan rakentumisella lienee yhteys siihen, onko omistuksen ensisijaisena tavoitteena yhteiskunnalliset vaikuttavuusintressit vai puhtaat sijoitusintressit. Omistamisen peruste, omistusosuus ja mahdollinen pörssilistaus vaikuttavat yhtiöiden omistajaohjaukseen. Suomalaiseen aineistoon pohjautuvan väitöskirjan avulla voidaan hahmottaa parlamentaarisen valvonnan potentiaalista keinovalikoimaa erityisesti Suomessa, mutta toisaalta tässä esitettyjen havaintojen voi ajatella tuovan hyödyllisiä näkökulmia pohdittaessa myös esimerkiksi kehittyviä talouksia, joissa parlamentaarisen valvonnan käytännöt ovat vasta kehittymässä. Väitöskirjassa on myös synnytetty uutta tietoa julkisen omistuksen vaikutuksesta arvopaperipörssin ulkopuolisiin ja pörssilistattuihin yhtiöihin.

Laskentatoimen tuottamalla informaatiolla on tärkeä rooli erilaisissa sopimussuhteissa. Sopimussuhteiden ongelmat, kuten johdon palkitseminen tai lainasopimukset, pohjautuvat agenttiteorian kuvaamiin epäsymmetrisen informaation ongelmiin. Näitä ongelmia pyritään ratkaisemaan mm. siten, että johdon palkitsemisperusteet tai velkasopimusten ehdot sidotaan yrityksen raportointiin tilinpäätöslukuihin. Tilinpäätösraportoinnin yhteydessä johdolla (agentilla) on käytössään jossain määrin harkintaa. Tämä harkintavallan käyttö voi ilmetä tuloksenohjauksen muodossa, jolloin agentti ohjaa yrityksen tulosta omien intressiensä mukaiseksi. Hyvän hallintotavan ja valvonnan mekanismien tehtävänä on hillitä tuloksenohjausta ja siten varmistaa, että tilinpäätösinformaatio antaa oikean ja riittävän kuvan yrityksen taloudellisesta tilasta.

Tämän väitöskirjan kolmas artikkeli käsittelee tuloksenohjauksen käyttöä yksityisesti ja julkisesti omistetuissa yhtiöissä. Artikkelin tulosten perusteella julkisen sektorin omistamat yhtiöt harjoittivat vähemmän tuloksenohjausta kuin yksityisesti omistetut yhtiöt. Lisäksi kuntien ja kaupunkien omistamissa yhtiöissä tuloksenohjaus oli vähäisempää kuin valtion omistamissa yhtiöissä. Näin ollen vaikuttaisi siltä, että poliittisen talousteorian tunnistamat julkisomisteisten yhtiöiden tehokkuusongelmat eivät korostu ainakaan tuloksenohjauksen muodossa.

Osakeyhtiöiden valvontakokonaisuus muodostuu useista erilaisista osatekijöistä, jotka on mahdollista luokitella sisäisiin ja ulkoisiin valvontamekanismeihin. Yksi tärkeimmistä sisäisen valvonnan mekanismeista on yrityksen hallitus. Yrityksen ulkopuolelta tulevia tyypillisiä valvontamekanismeja ovat erilaiset valvonnan instituutiot, rahoitusmarkkinat ja säädökset. Tehokkaan resurssiallokaation näkökulmasta valvonta on hyvin tärkeää, mutta toisaalta päällekkäinen valvonta saattaa kuluttaa resursseja tarpeettomasti (Olson ym., 2001).

Valvonnan mekanismeja voidaan tarkastella toistensa komplementteina tai substituuhteina. Väitöskirjan neljännen artikkelin tulokset osoittavat, että valtio-omisteisten yhtiöiden hyvän hallintotavan mukainen hallituksen valvontavoima on yksityisesti omistettuja yhtiöitä suurempi. Substituuttinäkökulmasta katsoen tulosta voidaan tulkita siten, että yksityisesti omistetuilla yrityksillä on valtio-omisteisia yhtiöitä enemmän muita valvontamekanismeja, jotka vähentävät hallituksen suorittaman valvonnan tarvetta. Vastaavasti komplementtinäkökulmasta katsottuna monipuolinen ja vahva panostus erilaisiin valvontakeinoihin luo julkisuuteen vakuuttavan kuvan kansallisomaisuuden hyvästä hoidosta.

## 6 KIRJOITTAJAN KONTRIBUUTIO VÄITÖSKIRJAN YHTEISJULKAISUISSA

Yhteisjulkaisuissa on jo määritelmän mukaisesti välillä haastavaa arvioida, millainen yksittäisen kirjoittajan osuus julkaisusta kokonaisuutena on ollut. Tutkimus koostuu lukuisista ajallisesti toisiinsa nivoutuvista vaiheista alkaen työn ideoinnista ja jatkuen mm. kirjallisuuteen perehtymisen, aineistonhankinnan ja tulosten analysoinnin kautta lopulta tutkimusraportin kirjoittamiseen.

Tähän väitöskirjaan sisältyy yhteensä kolme yhteisjulkaisua. Näistä ensimmäisessä ja kolmannessa tämän kirjoittaja on ollut pääasiallinen kirjoittaja ja siten keskeisessä vastuussa kyseisistä julkaisuista. Väitöskirjan järjestyksessään toisessa yhteisjulkaisussa tämän kirjoittaja on toiminut toisena kirjoittajana. On kuitenkin huomattava, että kyseinen tutkimus pohjautuu samojen tutkijoiden aiemmin toteuttamaan eduskunnan tarkastusvaliokunnan tilaamaan tutkimukseen (Kankaanpää ym., 2011), jonka pääasiallisena tekijänä tämän kirjoittaja on ollut. Tämän kirjoittaja on siten osallistunut mm. aineiston hankintaan ja analysointiin, minkä lisäksi hän on ollut aktiivinen ja tasavertainen toimija tulosten raportoinnissa.

Yhteisjulkaisujen lisäksi väitöskirjaan sisältyy yksi tämän kirjoittajan yksin toteuttama tutkimus. Kokonaisuutena tämän kirjoittajalla voi nähdä olleen aktiivinen ja keskeinen rooli kaikissa väitöskirjaan sisältyvissä neljässä osajulkaisussa.

# LÄHTEET

- Ahmed, A., Billings, B., Morton, R. & Stanford-Harris, M. (2002). The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review*, 77 (4), 867-890.
- Ahmed, A. & Duellman, S. (2007). Accounting conservatism and board of director characteristics: an empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 43, 411–437.
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry (2015). *Hallinnointikoodi -Corporate Governance 2015*. Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2015.
- Averio, P., Koskinen, A. & Laesterä, E. (2019). *Kuntien talous ja rahoitus*. Kunnallissalan kehittämissäätiön (KAKS) erillisjulkaisu. Otavan Kirjapaino Oy, Keuruu 2019.
- Badertscher, B.A., Phillips, J.D., Pincus, M. & Rego, S.O. (2009). Earnings Management Strategies and the Trade-off between Tax Benefits and Detection Risk: To Conform or Not to Conform. *The Accounting Review*, 84 (1), 63-67.
- Ball, R. (2013). Accounting informs investors and earnings management is rife: two questionable beliefs. *Accounting Horizons*, 27 (4), 847-853.
- Beekes, W., Pope, P. & Young, S. (2004). The link between Earnings Timeliness, Earnings Conservatism and Board Composition: evidence from the UK. *Corporate Governance: An International Review* 12, 47-59.
- Berle, A. & Means G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. MacMillan, New York.
- Christensen, H.B., Nikolaev, V.V. & Wittenber-Moerman, R. (2016). Accounting Information in Financial Contracting: The Incomplete Contract Theory Perspective. *Journal of Accounting Research*, 54 (2), 397-435.

- Coase, R. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4 (16), 386-405.
- Dechow, P. & Dichev, I. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77 (Supplement), 35-59.
- Dechow, P. M., Ge, W. & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50 (2-3), 344-401.
- Defond, M. L. & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17 (1-2), 145-176.
- Dechow, P. & Schrand, C. (2004). *Earnings Quality*. The Research Foundation of CFA Institute.
- Dechow, P. & Skinner, D. (2000). Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. *Accounting Horizons*, 14 (2), 235-250.
- Dechow P.M., Sloan, R.G. & Sweeney, A. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70 (2), 193-225.
- Eisenhardt, K.M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14 (1), 57-74.
- Eskola, J. & Suoranta, J. (1998). *Jobdatus laadulliseen tutkimukseen*. Osuuskunta Vastapaino. Tampere.
- Euroopan Yhteisö (2003). *Mikroyritysten sekä pienten ja keskisuurten yritysten määrittäminen*. Komission suositus 361/2003.
- Fama, E. & Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 301-325.
- Fredriksson, A. & Kankaanpää, J. (2017). Voluntary Audit Committees, Network Centrality and Accrual Estimation Errors. *Nordic Journal of Business*, 66 (4), 207-234.
- Garcia Lara, J.M., Garcia Osma, B. & Penalva, F. (2009). Accounting conservatism and corporate governance. *Review of Accounting Studies*, 14, 161-201.



- Garrone, P., Grilli, L. & Rousseau, X. (2013). Management Discretion and Political Interference in Municipal Enterprises. Evidence from Italian Utilities. *Local Government Studies*, 39 (4), 514-540.
- Graham, J.R., Harvey, C.R. & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40, 3-73.
- Hay, D., Knechel, R. & Ling, H. (2008). Evidence on the Impact of Internal Control and Corporate Governance on Audit Fees. *International Journal of Auditing*, 12 (1), 9-24.
- Healey, P.M. (1985). The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7, 85-107.
- Healy, P. M. & Wahlen, J. M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Settings. *Accounting Horizons*, 13 (4), 365-383.
- HEX Oyj, Keskuskauppakamari sekä Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliitto (2003). *Suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä (Corporate Governance)*. Corporate Governance –työryhmä. Joulukuu 2003.
- Holthausen, R., Larcker, D. & Sloan, R. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 19 (1), 29-74.
- Hyvönen, T., Järvinen, J., Pellinen, J. & Rahko, T. (2009). Institutional Logics, ICT and Stability of Management Accounting, *European Accounting Review*, 18 (2), 241-275.
- Jensen, M. C. & Meckling W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Jones, L. P. (1991). Performance Evaluation for State-Owned Enterprises. Teoksessa R. Ramamurti, R. Vernon (toim.), *In Privatization and Control of State-Owned Enterprises* (s. 179-205). EDI development Studies. The World Bank, Washington, D.C.
- Kankaanpää, J. (2019). Hallituksen valvontavoima suomalaisissa pörssiyrityksissä: Empiirinen tutkimus valtio-omisteisten ja yksityisesti omistettujen yritysten eroista. Julkaisematon käsikirjoitus. Johtamisen ja talouden tiedekunta. Tampereen yliopisto.

- Kankaanpää, J., Laine, M. & Ojala, H. (2019). Tuloksenohjaus pienissä ja keskisuurissa yrityksissä: Empiirinen tutkimus yksityisen ja julkisen sektorin omistamien yritysten eroista, *Focus Localis*, 47 (2), 8-23.
- Kankaanpää, J., Oulasvirta, L. & Wacker, J. (2011). *Valtion omistajaohjauksen valvonta ja raportointi eduskunnalle*, Eduskunnan tarkastusvaliokunnan julkaisu 2/2010. Maaliskuu 2011.
- Kankaanpää J., Oulasvirta L. & Wacker J. (2014). Steering and Monitoring Model of State-Owned Enterprises. *International Journal of Public Administration*, 37 (7), 409-423.
- Kasanen, E., Kinnunen, J. & Niskanen, J. (1996). Dividend Based Earnings Management: Empirical Evidence from Finland. *Journal of Accounting and Economics*, 22 (1-3), 283-312.
- Kothari, S., Leone, A. & Wasley, C. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (1), 163-197.
- Laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta 21.12.2007/1368.*
- Laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta annetun lain muuttamisesta 21.12.2016/1315.*
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106 (6), 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- Lapsley, I. (1994). Responsibility accounting review? Market reforms and budgetary control in health care. *Management Accounting Research*, 5(3-4), 337-352.
- Lekvall, P. (toim.). (2014). *The Nordic Corporate Governance Model*. SNS Förlag. Stockholm.
- Leuz, C., Nandab, D. & Wysocki, P. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69 (3), 505-527.

- Liljeblom, E. & Löflund, A. (2006). Developments in Corporate Governance in Finland. *International Journal of Disclosure and Governance*, 3 (4), 277-287.
- Meklin, P. & Pukki, H. (2018). *Kuntien moninaiset kuntakonsernit – Kuntakonsernien yhteisö rakenne ja emokunnan osuus kuntakonsernin taloudesta ARTTU2-tutkimuskunnissa*. Arttu2-tutkimusohjelman julkaisusarja, 3/2018. Kuntaliitto.
- Mora, A. & Walker, M. (2015). The implications of research on accounting conservatism for accounting standard setting. *Accounting and Business Research*, 45 (5), 620-650.
- OECD (2015), G20/OECD Principles of Corporate Governance, OECD Publishing, Paris. Haettu 23.10.2019 osoitteesta <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>
- Olson, O., Humphrey, C. & Guthrie, J. (2001). Caught in an evaluatory trap: a dilemma for public services under NPFM. *European Accounting Review*, 10 (3), 505-522.
- Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624.*
- Oulasvirta, L., Kankaanpää, J. & Wacker, J. (2014). Reporting of State-Owned Enterprises for Parliamentary Supervision. *Hallinnon tutkimus*, 33 (1), 39-53.
- Pajunen, K. & Saastamoinen, J. (2013). Do auditors perceive that there exists earnings management in goodwill accounting under IFRS? Finnish evidence. *Managerial Auditing Journal*, 28 (3), 245-260.
- Penttilä S., Ruohonen J., Uoti A. & Vahtera V. (2015). *Kuntayhtiöt Lainsäädännön riskiaallokossa*. KAKS – Kunnallissalan Kehittämissäätiö. Vammalan Kirjapaino Oy Sastamala.
- Power, M. (1999). *The audit society: Rituals of verification*. Oxford, UK: Oxford University Press.
- PRH (2019). Patentti ja rekisterihallituksen verkkosivut. Haettu 23.10.2019 osoitteesta <https://www.prh.fi/fi/kaupparekisteri/yritystenlkm/lkm.html>.
- Rautiainen, A. & Järvenpää, M. (2012). Institutional logics and responses to performance measurement systems. *Financial Accountability & Management*, 28(2), 164-188.

- Rautiainen, A., Urquía-Grande, E. and Muñoz-Colomina, C. (2015). Institutional logics in police performance indicator development: a comparative case study of Spain and Finland, *European Accounting Review*, 26 (2), 165-191.
- Ruch, G. & Taylor, G. (2015). Accounting conservatism: a review of the literature. *Journal of Accounting Literature*, 34, 17–38.
- Ryan, S. (2006). Identifying conditional conservatism. *European Accounting Review*, 15 (4), 511–525.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335 – 370.
- Saastamoinen, J. & Pajunen, K. (2016). Management discretion and the role of the stock market in goodwill impairment decisions - Evidence from Finland. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 8 (2), 172-195.
- Scott, W. (2015). *Financial accounting theory*. 7<sup>th</sup> edition, Pearson. Toronto.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94 (3), 461-488.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1994). Politicians and Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 109 (4), 995-1025.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.
- Simunic, D. A. (1980). The pricing of audit services: Theory and evidence. *Journal of Accounting Research*, 18 (1), 161–89.
- Smith, C. & Warner J. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7 (2), 117-161.
- Solidium (2018). *Vuosikertomus*. Haettu 23.10.2019 osoitteesta <https://www.solidium.fi/>.
- Solomon, J. (2013). *Corporate Governance and Accountability*. 4<sup>th</sup> edition, John Wiley & Sons Ltd. Great Britain.
- Sundvik, D. (2017). Book-tax conformity and earnings management in response to tax rate cuts. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 28, 31-42.

- The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (1992). *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. Gee and Co. Ltd. London.
- Thomsen, S. (2016). Nordic Corporate Governance Revisited. *Nordic Journal of Business*, 65 (1), 4-12.
- Thornton, P.H., Ocasio, W. and Lounsbury, M. (2012), *The Institutional Logics Perspective*. Oxford University Press, Oxford.
- Tricker, B. (2015). *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*. Oxford University Press, 2015.
- Tuominen-Thuesen, M., Pekkala, H., Sievänen, R., Karlsson, S., Ali-Yrkkö, J., Pajarinen, M., & Ahonen, P. (2019). *Valtion omistajaohjauksen arviointi*. Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 2019:54. Valtioneuvoston kanslia.
- Valtioneuvoston kanslia (2014). *Omistus, omistajaohjaus ja määräysvalta suurissa suomalaisyrityksissä*. Valtioneuvoston kanslian raporttisarja 5/2014. Valtioneuvoston kanslia.
- Valtioneuvoston kanslia (2019). Lainsäädäntö ja hyvä hallintotapa. Haettu 23.10.2019 osoitteesta <https://vnk.fi/omistajaohjaus/lainsaadanto-hyva-hallinto>.
- Verbeek, M. (2004). *A guide to Modern Econometrics*. Wiley & Sons Ltd. 2<sup>nd</sup> edition. England.
- Villalonga, B. & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80 (2), 385-417.
- Watts, R. & Zimmerman, J. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, 65, (1), 131-156.
- Weimer, J. & Pape, J. (1999). A Taxonomy of Systems of Corporate Governance. *Corporate Governance: an International review*. 7 (2), 152-166.



# JULKAISUT





# JULKAISU I

## **Steering and Monitoring Model of State-Owned Enterprises**

Kankaanpää, J., Oulasvirta, L. & Wacker, J.

International Journal of Public Administration (2014), 37 (7), 409-423.

**Artikkeleiden käyttöön väitöskirjan osana on saatu kustantajan lupa**



# Steering and Monitoring Model of State-Owned Enterprises

Jari Kankaanpää, Lasse Oulasvirta, and Jani Wacker

*School of Management, University of Tampere, Tampere, Finland*

The aim of this study is to systematize the heterogeneous field of state-owned enterprises (SOEs) especially for steering and monitoring purposes. Based on the existent literature and the heterogeneous field of the Finnish state's share portfolio, we create a model for steering and monitoring purposes. In our model, the SOEs are grouped into categories according to how much the state as an owner is concerned with the social service assignment principle, strategic interests, or purely shareholder value interests. Consistency in the basis, extent, and listing status of SOEs for steering and reporting creates good preconditions for ownership policy decision-making and ultimately improves the outcomes of ownership policy and steering.

**Keywords:** state-owned enterprises, ownership steering, parliamentary monitoring, classification of SOEs

## INTRODUCTION

Privatization of state-owned enterprises (SOEs) gained considerable momentum in developing and developed countries in the 1980s and 1990s (The World Bank, 2006). Despite wide-ranging privatization programs, SOEs are still and will be an important part of many economies, especially in developing economies (Enns-Jedenastik, 2013; Ezzamel, Wilmott, & Worthington, 2008; La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999; Vagliasindi, 2008). According to the United Nations, SOEs in high-income countries constitute an 8% share of GDP and a 13% share of investments (Ernst & Young, 2010). In the least-developed countries, the shares are even higher: 14% and 28%, respectively. In China, for example, the central government controls 17,000 SOEs, and local governments control over 150,000 SOEs. Furthermore, Indian Railways employs 1.6 million people and is one of the world's largest commercial employers.

State-ownership has been criticized due to undue political interference by governments or to passive state ownership (The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) 2005a). In many places, state-ownership has led to inefficiency and wasted resources

compared to private ownership in competitive environments (Ramamurti, 1991; Vagliasindi, 2008). It is often stated that SOEs operate behind a curtain, revealing little information beyond their general mandate. SOEs' objectives are unclear or conflicting, and the lack of transparency can also be traced to political motivations to avoid public comparisons with the private sector (OECD, 2005a; Ramamurti, 1991). In some cases, governments may attempt to reduce their budgets and reported deficits by pushing spending and debts to their SOEs (Blondy, Cooper, Irwin, Kauffmann, & Khan, 2013; Papenfuss & Schaefer, 2009).

On the other hand, through public ownership, the state can sustain sectors of long-term strategic or national security interests that are presently uneconomical for private investments. Natural monopolies are perhaps appropriate to keep in public ownership (OECD, 2005a; Vihn Le & Buck, 2011). Moreover, governments often find that SOEs are a useful strategy to pursue social goals, such as greater equality and social stability (Austvik, 2012; Bozec & Breton, 2003; Ramamurti, 1987). However, state ownership may also be motivated by purely financial objectives (Goldeng, Grünfeld, & Benito, 2008; Krivogorsky & Grudnitski, 2010). There is also variation in the ownership shares from full, 100% ownership to less-than-10% minority ownership (Liu & Sun, 2005; Lopez-de-Foronda, Lopez-Iturriaga, & Santamaria-Mariscal, 2007; Okhmatovskiy, 2010). When considering these utterly different categories of enterprises, it is crucial to understand what objectives the state-owner may set for such enterprises (Luke, 2010).

---

Correspondence should be addressed to Lasse Oulasvirta, School of Management, University of Tampere, FI-33014 University of Tampere, Tampere, Finland. E-mail: lasse.oulasvirta@uta.fi

Color versions of one or more of the figures in the article can be found online at [www.tandfonline.com/lpad](http://www.tandfonline.com/lpad).

The purpose of this article is not to discuss corporatization of government activities or privatization of SOEs but to model the heterogeneous field of SOEs. This modeling is performed especially for ownership steering and parliamentary surveillance perspectives.

The research objective is divided into two questions:

1. What objectives do SOEs have, and how can we classify different SOEs based on these objectives?
2. How can we form a steering and monitoring model that takes into consideration the different objectives and different types of SOEs? This model is then tested with the case country data.

The theoretical concepts have been derived from the agency theory. The practical concepts of SOE surveillance and steering are inserted into the theoretical model in a way that allows the formulation and implementation of state ownership policies. By using the Finnish state's share portfolio as an example, we create a framework (or model) that emphasizes different ownership policies and steering objectives within the heterogeneous SOE context. This framework is crucial to understanding the objectives set for different types of ownership and determining the most critical information, especially from the point of view of parliamentary supervision. The framework is suitable for organizing and systematizing the necessary performance and accountability information of SOEs in developed and developing countries, which have a wide variety of SOEs.

The results help form an outline of the issues that are salient in the pursuit of good SOE governance and ownership steering. The Finnish data is suitable for this study because, as a Nordic welfare country, the state of Finland owns a wide variety of different enterprises. Corporate governance of SOEs in Nordic countries functions well when considered from an international perspective (Frederick, 2011).

Some of the Finnish state's enterprise ownership is based purely on financial interests, some is based solely on strategic interests, and some on strategic and financial interests (Parliament of Finland, 2009). Moreover, some of these SOEs have corporation charters that make them not-for-profit companies. In addition, the Finnish state shareholdings range from 100% sole ownership to less-than-10% ownership (see Appendix). It should be noted that governments in the UK and other western countries have largely divested themselves of such ownership in companies operating on a purely for-profit basis (Jupe, 2012). Hence, national ownership policies, e.g., in the UK, focus on a much more homogenous group of companies than those in Finland and other Nordic countries.

The findings are interesting, especially in the context of transition economies and developing countries. In these countries, the dimensions of owner steering may, in many respects, be in their infancy, and the variety of their SOEs is significant (Koppel, 2007). Consistency in the basis, extent and listing status of SOEs as tools for steering and

reporting creates good preconditions for ownership policy decision-making and ultimately improves the outcomes of government ownership policy and steering. Transparency and published motives for ownership policies are important to keep a broad range of stakeholders aligned on the objectives and achievements of ownership policy.

After the introductory section, this article proceeds as follows. In the section entitled "Theoretical Framework," we present a theoretical framework, and we review the institutional settings in the section entitled "Institutional Case Environment." In the section entitled "Classification Basis for SOEs," we address the basis for ownership steering and the classification of SOEs for surveillance, which are then applied to the ownership steering and reporting model in the section entitled "Classification of Finnish SOEs for Steering and Reporting." In the last section, we draw conclusions.

## THEORETICAL FRAMEWORK

### The three-stage agency model

The theoretical framework of this study is based on agency theory, which describes the relationship between two or more parties in which one party, designated as the principal, engages another party, designated as the agent, to perform some tasks on behalf of the principal (Coase, 1937; Eisenhardt, 1989; Jensen & Meckling, 1976). Agency theory is concerned with analyzing and resolving problems that may occur in the agency–principal relationship. The theory assumes that once principals delegate authority to agents, they often have problems controlling them because the agents' goals often differ from theirs, and agents often have better information about their capacity and activities than principals. Agency theory focuses on the measures principals utilize to mitigate this problem by selecting certain types of agents and certain forms of monitoring their actions as well as by using economic incentives (Kiser, 1999).

In the present study, the agency theory setup is three-staged; this frame of reference is presented in Figure 1. The first stage in the agency relationship is between the management and owners of individual SOEs; the second is between a political decision-making body and the central administration responsible for implementing owner steering; and the third is between the political decision-maker and the electorate (Huber, 2000; Müller, 2000). This multiple-stage reporting relationship is typical for owner steering, not only in Nordic countries but also in some other OECD countries such as Australia, New Zealand, and The Netherlands (OECD, 2005a). According to the OECD Guidelines on Corporate Governance of SOEs (OECD, 2005a), the ideal model is a governance structure composed of three distinct layers, each with a distinct role: 1. a state-ownership function that is responsible for defining the ownership policy and high-level objectives for SOEs; 2. a board that is charged by the state with overseeing the development and progress of

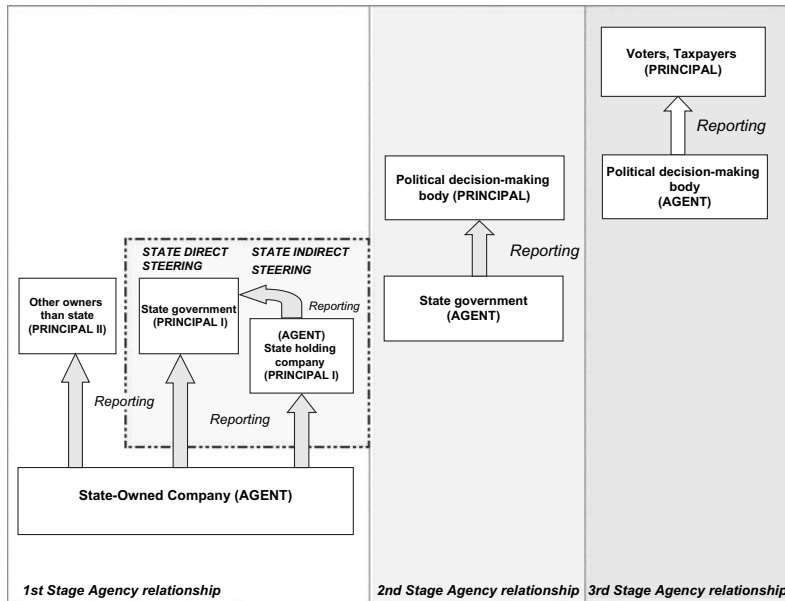


FIGURE 1 Three-stage agency model and reporting responsibilities.

the chosen strategy to achieve the state's objectives; and 3. an executive-management SOE that proposes a strategy and that is then accountable to the board for implementing the strategic plan.

The most important focus of the study is on the second principal-agent relationship, shown in the center panel of Figure 1 between the political decision-making body and the central administration responsible for implementing ownership steering. In this principal-agent relationship, state administration (the possible ownership steering unit and the relevant ministries) is now in the role of agent, and the principal is the political decision-making body, which in the case of Finland are the Parliament and its Audit Committee. The third principal-agent relationship portrays how the political decision-maker is responsible to its own principal, the electorate. This relation is ultimately expressed in the parliamentary elections.

#### Direct and indirect ownership steering

In Figure 1, the left-hand panel presents the first tier of the principal-agent relationship manifested between the management and owners of individual companies. More specifically, the left-hand panel shows that state ownership steering can be either direct or indirect. In direct steering, the individual SOEs (agents) are obligated to report not only to the officials of the state's central government (Principal I) representing the state owner but also to other owners (Principal II). Fundamentally, this agent relationship reflects

the problems caused by the differentiation of the roles of corporate management, the agent, and the owner (the principal) (Berle & Means, 1932; Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997).

On the other hand, the ownership steering is indirect if the state does not directly own the shares but rather indirectly owns them through a holding company, which then owns shares in other companies (Liu & Sun, 2005).<sup>1</sup> One reason for establishing a holding company is that it is a fast decision-maker; therefore, it can exploit the stock markets better than a government when a suitable opportunity opens for selling (or buying) shares. The individual SOEs are responsible for reporting to the holding company, but the holding company itself is required to report its operations to the state government. Thus, the state holding company is at the first stage of the agent relationship in both the agent's and the principal's roles. This also complicates the principal-agent relations and, ultimately, owner steering.

#### Principal-agent problems

Conflicting objectives, political interference, and a lack of public transparency are considered the main problems for SOEs. A crucial problem for the entire principal-agent chain is a situation in which the principal, i.e., the state,

<sup>1</sup>In Finland, for example, the state completely owns a holding company Solidium, which then owns further shares of listed companies.

has no consistent and *transparent ownership policy* with identifiable objectives. The goals of public enterprises may be difficult to specify due to the problems of multiple objectives (commercial versus noncommercial) as well as plural principals and agents (Jones, 1991). *Many levels of principal-agent relationships* and accountability chains easily result in tensions and conflicts. The state government is not one entity but rather consists of different administrative levels, ministries, and units that may have different perceptions of what the goals should be or what the goals mean for practical implementation. The problem of *common agency* occurs when each relevant part of the government has somewhat different objectives, and each tries to influence the SOEs accordingly. Managing multiple, and potentially conflicting, objectives is one of the central challenges in the governance of SOEs (The World Bank, 2006).

Agency problems emerge when politicians and bureaucrats as agents tend to harness their private or narrow group interests and do not carry out their work in accordance with the interests of society as the ultimate principal. For instance, politicians may force companies to perform unprofitable activities in their electoral district in order for the politician to be reelected in the next election (Kamal, 2010). On the other hand, SOEs' management may challenge the legacy of their nonfinancial obligations set by politicians—for example, by supporting unrelated industries through indirect subsidies such as products, services, or financing offered at below-market rates (Budiman, Lin, & Singham, 2009).

The government should not overly interfere in SOEs' decision-making. The OECD and the World Bank have stated that, as a best practice, SOE boards should be shielded from political ad hoc interventions once their objectives have been defined. The perception that the operation and control of SOEs can be influenced by changing political climates can make them less attractive to other investors than the state owner (Frederick, 2011; Latin American Development Bank, 2012).

One solution to alleviate public principal–agency problems is total privatization, which detaches the government from the ownership role but, on the other hand, preserves the role of the government as a regulator of markets and corporations acting on the markets. Another solution is to remain an owner but, at the same time, develop an incentive system as the agency theory suggests. A good incentive system can steer and motivate managers to manage their enterprises efficiently and act in the interest of society as a whole. Jones (1991) uses the concept of a signaling system that has three components. The first is a performance evaluation system in which national goals are translated into enterprise objectives and quantified in a performance criterion. The second is a performance information system that monitors actual achievements. The third is an incentive system in which the welfare of managers and workers are linked to national welfare by pecuniary or nonpecuniary bonus systems based

on the achievement of target values. Governments can also make contracts with SOE boards and managements about the performance expected from the SOE in question (Jones, 1991; Vagliasindi, 2008; The World Bank, 2006). However, in this paper, we concentrate more on the government as an owner of enterprises and on the accountability relationship, especially to the political body, and less on the incentive and performance management systems of SOEs.

The reporting lines in our model (Figure 1) show the accountability relations from the agents to the principals at the same time. Accountability for the performance of SOEs involves a complex chain of agents without clearly identifiable, i.e., remote, principals. This chain of agents can include management, enterprise management boards, and in two-tier enterprise board structures also supervisory boards above management boards, ownership steering entities, ministries and governments. According to the OECD, it is a challenge to structure this web of accountabilities in order to ensure efficient decisions and good corporate governance (OECD, 2005a). Modeling of accountability relations can be used to identify and mitigate principal–agent conflicts (Luke, 2010).

As shown in Figure 1, on one hand, the administration responsible for owner steering serves as a principal under which individual enterprises operate. On the other hand, the state government is obliged to report to its own principal about whether owner steering and owner policies have been implemented according to the approved political objectives. Thus, it is important that high-quality monitoring information is systematically reported not only to relevant state administrations but also to Parliament.

Figure 2 shows four different dimensions (type of main owner interest, listed or nonlisted enterprises, organizing of steering function and extent of state ownership of shares) for the appropriate design of groups of SOEs, including their accountability and steering systems. Cells in the figure are not divided according to the fourth dimension regarding the organization of steering in order to keep the figure readable.

The emphasis on ownership interest in SOEs affects the performance goals that are set for SOEs. In a consistent model of ownership policy, this should be the first thing the state does; after this, the state can determine which ownership structure will facilitate the achievement of defined goals. There are three important options in regard to SOE ownership structure: concentrated ownership in which a state owns 100% of the shares; shared ownership with the state as the majority owner; and shared ownership with the state as the minority owner. The shares can be made publicly available by listing shares in local and international capital markets, which makes widely dispersed ownership possible. Furthermore, the enterprise may be non-listed and owned completely by the state or by a combination of public and private investors.

There are three main types of organizations of steering functions. The first is the decentralized (sector) model in which SOEs are under the responsibility of several relevant

Organisation of principal-agent relationships	Emphasis of state ownership interest in SOE			Dispersed contra concentrated ownership (state as a minority, majority or sole owner of shares)
	Economic shareholder value	Strategic commercial value	Social and public policy objectives	
Indirect ownership through a state-owned holding company (listed companies or non-listed)	A <sub>1</sub>	B <sub>1</sub>	C <sub>1</sub>	Dispersed ownership
	A <sub>2</sub>	B <sub>2</sub>	C <sub>2</sub>	Concentrated ownership
Direct ownership, listed companies	A <sub>3</sub>	B <sub>3</sub>	C <sub>3</sub>	Dispersed ownership
	A <sub>4</sub>	B <sub>4</sub>	C <sub>4</sub>	Concentrated ownership
Direct ownership, non-listed enterprises	A <sub>5</sub>	B <sub>5</sub>	C <sub>5</sub>	Dispersed ownership
	A <sub>6</sub>	B <sub>6</sub>	C <sub>6</sub>	Concentrated ownership
	Organization of steering: 1) a government ownership steering agency/coordinating ministry, 2) decentralized to sector ministries, or a 3) dual model			

FIGURE 2 Configuration of organizing steering and reporting of ownership policy.

sector ministries. In the dual model, the responsibility is shared between the sector ministry and the Finance Ministry or the Treasury. In the centralized model, the ownership function is concentrated in one main ministry or one special ownership agency under the government (OECD, 2005b; Vagliasindi, 2008; The World Bank, 2006).

The disadvantages of the decentralized model are that it may mix the ownership function with the regulatory role in a sector ministry easier than the other models might, and it may lead to more interferences in SOE operating decisions compared to the other two models (OECD, 2005b; Vagliasindi, 2008). A centralized model or a dual model may better separate the functions of ownership and regulation as OECD recommends (2005a). The dual model is in use in many developing countries. In this model, there may be dual responsibility for certain tasks, for example, if the ministry of finance and the sector ministry in question both nominate representatives for the board of directors. The main disadvantage of the dual model is the multi-principal-agency

problem, especially in developing countries that have weak governance arrangements (Vagliasindi, 2008).

Cells A<sub>1</sub>, A<sub>3</sub>-A<sub>6</sub>, B<sub>3</sub>-B<sub>6</sub>, and C<sub>5</sub>-C<sub>6</sub> show how ownership policy steering has been arranged in the case country explained in the next section. The government of Finland has established a holding company that is completely owned by the government. The holding company owns shares in listed commercial companies, with the government owning less than 50% of the shares. Listed companies that are strategic are owned directly by the Ownership Steering Department (OSD).

OSD is responsible for steering the holding company as well as the commercial companies with strategic interests. These may be listed (such as Neste Oil and Fortum, which are leading oil and energy companies in Finland) or non-listed. Enterprises with social and public policy objectives are non-listed and are owned directly, and they are under the steering responsibility of sector ministries. In Section 5, we elaborate on the classification of SOEs in Finland according

to three dimensions: type of main owner interest, listed or non-listed enterprises, and extent of state ownership of shares.

According to Vagliasindi (2008), the main advantage of a holding company solution is that it can be used to facilitate nationwide programs for the privatization and restructuring of state-owned industry. The disadvantage is that a holding company does not change the possible poor corporate governance in the country. It requires its own specific programs for developing corporate governance for SOEs.

The case of Finland shows that a holding company can also be used to buy shares of industrially important companies. The Finnish government added its ownership of an existing telecommunication company and of a new mining company at the end of the 2000s and in the beginning of the 2010s.

In Finland, SOEs with social and public policy objectives (known as *special state assignment enterprises*) are mainly organized under the steering responsibility of the appropriate sector ministry; for instance, the Finnish Broadcasting Network company is under the rule of the Ministry of Traffic and Media. These enterprises are typically non-listed.

Cells C<sub>1</sub>, C<sub>3</sub>, and C<sub>5</sub> show problematic or nonviable solutions for SOEs with important social and public policy objectives. These objectives are difficult or impossible to accomplish if the enterprises are listed companies and the state is not the only owner. If the enterprise is non-listed, and the state does not control the enterprise (C<sub>5</sub>), problems may emerge in fulfilling the special social objectives. Cell B<sub>1</sub>, which shows enterprises with strategic commercial value for government, is even more problematic because in this cell, the state is only a minority owner, and the ownership is indirect through a holding company.

The three main multiagency chain alternatives that mediate the ownership policy lines to implementation in a parliamentary democracy and report to the principal of the ownership policy can be drawn as follows.

1. **Centralized organization:** State government > ownership agency/ coordinating ministry (holding company) > SOE > board (in a two-tier system, a supervisory board and a management board) > chief executive officer (CEO)
2. **Dual system:** State government > ownership agency/ coordinating ministry > (holding company) and sector ministries > SOE > board (or supervisory board and management board) > CEO
3. **Decentralized organization:** State government > sector ministries > SOE > board (or supervisory board and management board) > CEO

In Parliament, there may be a special audit committee or economy committee that prepares SOE matters for plenary sessions. This special committee may have the right to audit

SOE matters and arrange public or secret hearings of agents responsible in the multiagency chain. Furthermore, the parliament may obtain independent evaluation information from the supreme audit institution in the country regarding the implementation of the ownership policy.

In the next section, we shed more light on the ownership policy in the case country Finland as we implement our classification model for Finnish SOEs.

## INSTITUTIONAL CASE ENVIRONMENT

The Finnish history of state industrial policy extends back to the first decades after independence in 1917 (Hyytinen, Kuosa, & Takalo, 2003). During the years before and after the Second World War, there was a lack of capital to support important heavy industries, such as the energy, metal, wood, and paper industries. Because of this, the state took the initiative and established state-owned companies in these fields. This historical background explains the wide array of Finnish state ownership in the heavy industries (Moen & Lilja, 2005; Ormston, 2012).

Beginning in the late 1980s, the New Public Management (NPM) movement, which aimed to reform hierarchically operating public administrations in a more flexible managerial direction and to apply market models, had an influence in Finland (Green-Pedersen, 2002; Hood, 1996; Temmes, 1998). The NPM trend in the Finnish public sector caused the transfer of business-like operations from the state budget into off-budget entities and further into state-owned corporations. However, the systematic state ownership policy as a separate policy field in the platform of the Finnish government did not begin until the 2000s (Vuoria, 2004). The first separate and explicit ownership policy and corporate governance government resolution were formulated in 2003. Today, the state ownership policy and corporate governance are delineated in each government program and in each government resolution pertaining to state ownership policy. The latest government resolution on state ownership policy was adopted in 2011.

The current Finnish SOE policy is based on the international principles for state ownership recommended by the OECD (2005a). Among the main principles of the recommendations are: 1. that the finances of the enterprise and the finances of the state be kept separately, and 2. that the state should maintain clear separation of responsibilities among the bodies of the companies and operate only as the owner. Thus, the state owner executes its owner rights in owners' general meetings and has an evaluative and monitoring role with regard to SOE operations, and it does not intervene in operational business decision-making. The ownership steering function is mainly centralized in Finland as OECD recommends, although there are some traits of a dual system because sector ministries have certain substantial steering functions for special state assignment enterprises.



The basic law that the ownership steering must follow is the State Shareholdings and Ownership Steering Act (1368/2007). According to that act, state ownership steering refers to the exercising of the state's right to vote in general meetings as well as to other measures by which the state as a shareholder contributes to companies' administration and operating principles. Thus, the concept of "state ownership steering" refers to various actions by which the governmental authorities as an owner may influence the companies. Duties relating to state ownership steering are handled in the sector ministries and the coordinating OSD located within the Prime Minister's Office. Finnish SOE policy has been based on the corporatization of SOEs in accordance with OECD recommendations (2005a). Corporatization means that companies must follow general company law. Therefore, the government of Finland cannot directly nominate or dismiss board members or CEOs because these actions belong to the owners in the general meeting or to the board of the company. Special assignment companies must follow a separate law that has been enacted especially for the company, such as for the Finnish broadcast company. These separate laws or articles of incorporation define what the special assignment is and, therefore, the trade-off factors with commercial goals for those companies.

The owner steering function of the state of Finland is in accordance with the executive power and division of tasks in the legislation on the Finnish Companies Act (624/2006), which is most closely related to the corresponding laws in other Nordic countries such as Sweden, Denmark, and Norway (Kankaanpää, 2009; Liljeblom & Löflund, 2006). Moreover, in relation to the publicly listed SOEs, the regulatory body of Finnish corporate governance also includes the Securities Market Act, the Rules of the NASDAQ Helsinki Stock Exchange, and the Finnish Financial Supervision Authority governed by the Bank of Finland (Securities Market Association, 2010).

## CLASSIFICATION BASIS FOR SOES

In the SOE literature, the basic demarcation line has been drawn between enterprises with commercial goals and those that also have noncommercial goals. For instance, in Indonesia, there are two types of SOEs: general companies that have social purposes and limited liability companies that are business-oriented SOEs (Kamal, 2010). In Finland, SOEs have been classified into three categories: commercial enterprises, commercial enterprises with strategic value, and special state assignment enterprises with societal goals. In some Latin American countries, SOEs have been classified into four categories: SOEs created for the purpose of achieving public policy objectives; SOEs responsible for providing public utilities and services (e.g., water, electricity, gas); SOEs that exclusively provide goods or services required by the state (e.g., military suppliers); and SOEs

responsible for producing revenue for the state that compete with the private sector under equal conditions (Latin American Development Bank, 2012).

In this article, we use a basic classification in which SOEs are divided according to the type of owner's interest: noncommercial enterprises (special state assignment enterprises), commercial enterprises with pure commercial shareholder interest and commercial enterprises with strategic value for the government. A division into two classes is too crude, and the above-mentioned division into four classes unnecessarily mixes the type of owner's interest with the type of produced goods.

## Division according to basis of ownership

Through public ownership, the state can sustain sectors of long-term strategic or national security interests that are presently uneconomical for private investment (Luke, 2010). In addition, governments often find SOEs to be a useful strategy for pursuing social goals, such as greater equality and social stability (Austvik, 2012; Bozec & Breton, 2003; Ramamurti, 1987). In Finland, the owner interests of the state of Finland fall into three groups: economic, strategic, and special state assignment (Finnish Council of State, 2007, 2011).

The tasks of *special state assignment enterprises* are generally provided for in the legislations of various countries, and they determine the state ownership policy and how state steering is carried out (Luke, 2010). In special state assignments, the objectives of state ownership are primarily societal, albeit with the general aim that the operations should be cost-effective (Finnish Council of State, 2007, 2011). The sector ministries in charge are responsible for steering special state assignment enterprises.

In Finland, the corporate charter is a crucial tool in state ownership steering of special state assignment companies. In the corporate charter, the state defines the societal goals as well as the social and environmental responsibilities that the company must advance; it must comply with these goals even if they are in conflict with business or economic goals. However, the business strategy of a special state assignment company must not jeopardize the societal goals laid down by management and administrative bodies (OECD, 2005a).

Enterprises with economic and strategic interests (*commercial companies*) operate under market conditions. Market conditions are the operating principles, funding structure, and target proceeds in enterprises owned by the state that can be compared with other enterprises operating in the same fields; the aim is to achieve an optimal economic profit (Vuoria, 2004). The responsibility for ownership steering companies operating under market conditions lies primarily with the Prime Minister's Office and the OSD.

However, in Finland, the fact that SOEs with economic and strategic interests are a very heterogeneous group is problematic (Parliament of Finland, 1/2009, 5/2010,

11/2010). Some SOEs operating under market conditions are also linked to the state's strategic interests, such as objectives connected to maintaining and ensuring infrastructure or to basic services, but some of them are involved in purely market-based business. Moreover, some SOEs with economic and strategic interests are publicly listed, but some are not. Thus, it appears that the category "enterprises with economic and strategic interests" is too general, especially for parliamentary monitoring purposes.

#### Division according to the extent of ownership

State ownership shares vary from full 100% ownership to less-than-10% minority ownership (Liu & Sun, 2005; Okhmatovskiy, 2010). State majority-owned companies are those in which the state holds more than 50% but less than 100% of the votes. If the state owns 100% of the share capital, this is a "company with sole state ownership". Then the sole owner, the state, is free to set objectives (other than economic ones) without endangering the positions of other owners or infringing on their rights. In Finland, a "state associated company" refers to an enterprise in which the state holds at least 10%, but not more than 50%, of all the voting shares. It is important to note that the advent of a single minority shareholder changes the nature of the company, especially in the operations of publicly listed SOEs because then enterprises are obligated to ensure equal treatment of all shareholders in all their actions (Liu & Sun, 2005).

#### Division according to stock exchange listing

Decisive steps regarding market direction and market conditions (excluding the owner's nonmarket modes of operation or demands) are taken when the enterprise is listed on the Stock Exchange (Goldeng, Grünfeld, & Benito, 2008; OECD, 2005a). Special assignments of social services are excluded in publicly listed companies in the Stock Exchange, unless these assignments are accepted by the investors and owners in the markets.

At the beginning of May 2013, the Finnish state was a majority owner in three strategically important listed companies (see Appendix and Category IV B). In addition, the state has a considerable minority shareholding in 11 associated companies (Appendix, Category V C). The ownership steering of listed companies is accomplished through the Prime Minister's Office in such a way that companies with a majority of shares owned by the state are in direct relation to the state steering unit of the Prime Minister's Office. On the other hand, for companies in which a minority of shares are state-owned, steering is indirect because steering is centralized to the holding company Solidium. Solidium itself is a 100% state-owned special state assignment company that falls within the steering responsibility of the Prime Minister's Office VNK (compare to Figure 1).

#### Social service assignment and shareholder value interest

As noted in the previous section, the state can sustain sectors of long-term strategic interests such as national security through public ownership, but the state may also be motivated by purely financial objectives. Based on the division according to the basis of ownership, we divided the parliamentary ownership steering purposes regarding SOEs into the social service assignment principle and the shareholder value creation principle.

The social service assignment principle refers to how effectively the company promotes its social goals and fulfills its special service assignment set by Parliament and the ministries or the Prime Minister's Office. The shareholder value creation principle refers to how profitable and competitive the company is in relation to its competitors in the same industry, i.e., how effectively it creates shareholder value. Some companies in the state portfolio are more oriented toward social service assignment, while others are oriented toward pure shareholder value creation.

### CLASSIFICATION OF FINNISH SOEs FOR STEERING AND REPORTING

The two-class SOE classification system according to basis of ownership ("special state assignment" and "enterprises with economic and strategic interests") by the Finnish Council of State is too general for parliamentary monitoring purposes. A system is needed that further clarifies the nature of state ownership (Parliament of Finland, 1/2009). While some SOEs with economic and strategic interests are also linked to the state's strategic interests, others are involved in purely market-based business. In addition, some SOEs with economic and strategic interests are publicly listed, but some are not.

Based on different ownerships and Stock Exchange listing statuses, we grouped Finnish SOEs into five new categories as follows:

- I. Special state assignment companies;
- II. Unlisted companies operating under market conditions in which the state also has a strategic interest;
- III. Unlisted companies operating under market conditions in which the state has a pure shareholder interest;
- IV. Stock-Exchange-listed companies with the state as the majority shareholder in which the state has a strategic interest; and
- V. Stock-Exchange-listed companies in which the state is an associate shareholder.

We also divided the companies in each of the five categories (I–V) into three subcategories (A, B, and C) according to the extent of state ownership. The three subcategories are as follows:

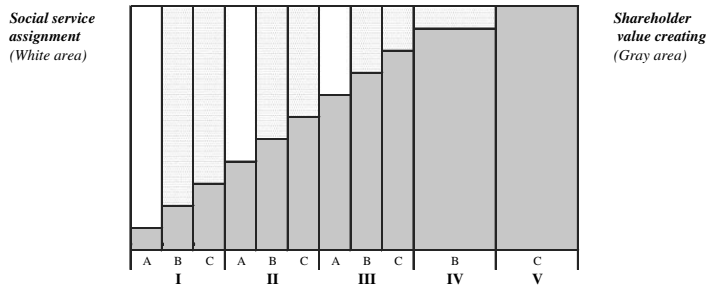


FIGURE 3 The SOE classification for steering and parliamentary monitoring purposes.

- A. Companies with sole state ownership (100% of the votes);
- B. State-majority-owned companies (more than 50%, but less than 100% of the votes); and
- C. State-associated companies (more than 10%, but less than 50% of the votes).

In Figure 3, the state's ownership of companies is grouped into five categories (I–V) according to how much the state as an owner is focused on the social service assignment principle (the white area in Figure 2) or purely shareholder value interests (the gray area in Figure 3). The greater the share of the white column (and the smaller the grey one), the more state ownership steering of SOEs is focused on the social service assignment. Similarly, the greater the share of the gray column (and the smaller the white one), the more SOEs are focused on creating shareholder value. This system also provides a basis for structuring an information and communication system in which the goals are defined, and performance is discussed and modified between the principals and agents.

The five categories (I–V) and three subgroups (A, B, and C) of individual SOEs in the Finnish state portfolio are listed in the Appendix.

On the left of Figure 3, category IA includes the 100% state-owned special state assignment companies. The state-ownership steering in these companies is strongly oriented toward social service assignment (thus the white area is long), although the general goal of profitable operations applies as well (as shown by the short gray area). On the other hand, category VC on the right of Figure 2 displays listed companies in which the state is a minority shareholder and has pure shareholder value interests without social service assignment. Thus, category VC is completely gray.

It is important to note that the advent of a single minority shareholder (subgroups B and C) changes the nature of the company. Then, the decision-making of the company and the ownership steering must be arranged with due respect for equal treatment of shareholders. This restriction has been rendered in the figure with a spotted area, and it appears in all

SOE categories in which there are other owners in addition to the state (i.e., categories I B&C, II B&C, III B&C, and IV B). In the Stock-Exchange-listed state-associated companies in category V, the state owner has a pure shareholder value interest. Therefore, the state ownership interests do not diverge in any form from the objectives of achieving profits according to the Finnish Companies Act (624/2006).

Figures 2 and 3 are analytical tools used to design and evaluate solutions for arranging the state ownership policy. The government of Finland has some SOEs (Appendix) in subgroups IC and IIC, which is problematic if the social and strategic goals that the government has set for those enterprises are endangered because of the decision-making power of the majority of owners. In category IVB, the Finnish government has decided to keep the majority of shares because of the strategic interests. For this reason, we have no subgroup C in this class. If the government of Finland wished to sell its shares of these listed strategic companies below the line of having the majority of votes, they would require Parliament's permission.

The novelty of our model is not only the more subtle classification tool created but also that the agency theory (Eisenhardt 1989; Jensen & Meckling, 1976) used in conjunction with our model creates a template for testing hypotheses with further research. For instance, in line with Vagliasindi (2008), we anticipate that the longer the principal–agency chain (i.e., the more levels in the chain), the more the chain will contain dual and parallel roles for principals and agents. In addition, the more the principal is politically disharmonious, the higher the probability of biased, contradictory, delayed, and/or misinterpreted steering signaling from principals to the ultimate agents (SOEs). If the principal, i.e., the ruling cabinet in the country, cannot politically agree on the ownership policy content and is unable to consistently classify SOEs according to their ownership interests and goals, the probability of inconsistent steering signaling will be very high. This is related to the problem of *common agency* (see the theoretical framework).

One tentative example is the case of the icebreaking company Arctic Shipping Ltd., which is fully owned by

the Finnish government and is under the steering competence of ODS. It is a commercial company with a strategic value (Category II in Figure 3) because of the importance of keeping shipping routes open in the Baltic Sea during the winter. During the summer, the multipurpose icebreakers are hired in the offshore oil and gas fields, most recently for the Shell Company's oil-drilling activities in Arctic waters. This business is exercised by the subsidiary Arctia Offshore Ltd., which is fully owned by the parent company Arctia Shipping Ltd. The steering chain is very long and contains dual and partially parallel principals and agents. After the 2011 parliamentary elections, an internally disconnected, multiparty Cabinet came into power, led by Prime Minister Katainen. Therefore, it is likely that conflicts will occur in the chain.

In 2013, these conflicts became apparent. Arctia and the minister for state ownership steering, the Green League's Heidi Hautala, were at the center of a scandal that emerged when the minister indirectly intervened to protect Greenpeace activists who boarded Arctia vessels in protest of the Shell deal. The OSD's interference with the Arctia Offshore Ltd.'s decision-making, along with the minister's contribution, was considered by the media and the most powerful Cabinet party (the moderate-right party Kokoomus) to be inappropriate. Hautala resigned from her post on October 11, 2013. During the conflict, different interpretations were expressed on whether it was appropriate for the fully state-owned icebreaking company with a strategic interest in Baltic Sea to form a leasing business via its subsidiary company with Shell Oil in Arctic waters. Some criticized this as against government environmental policy because of the heavy risks involved in drilling oil in Arctic waters, while others argued that the Finnish special expertise regarding icebreaking and offshore services should be utilized commercially.

Arctic Shipping, which has a monopoly in the Finnish market, charges higher fees than comparable Swedish companies. This raised suspicions in the Transport Ministry that earnings from ordinary operations were supporting riskier offshore ventures during the summer months. The risk comes from any spills that might occur. If Arctia has to pay to clean up oil spills, its own assets are on the line; however, a report by the Research Institute for the Finnish Economy (ETLA) in 2012 stated that the government, as a 100% owner, could also be liable. In 2010, Arctia was warned by the Transport and Communications Ministry about its risk management policies. The ministry was particularly dissatisfied with risk management in Arctia's offshore agreements (YLE News, 2013).

To maintain the steering mechanism's viability, the commercial activity of the offshore business could have been separated from the government steering chain by privatizing the commercial company and its risks. In addition, if the strategic icebreaking service as a monopoly is not functioning satisfactorily from the principal's point of view, it could be transferred nearer to the principal and its representative,

the Finnish Transport Agency. It could ultimately be changed from an SOE to a public utility under the jurisdiction of the Finnish Transport Agency.

### Reporting priorities for parliamentary monitoring purposes

Transparency requires simultaneously reporting information to all shareholders in order to ensure equitable treatment. According to the OECD recommendations, the coordinating or ownership entity should ensure that adequate external reporting systems are in place for all SOEs. Coordinating or centralized ownership entities should develop aggregate reporting that covers all SOEs and make the reports a key disclosure tool directed to the general public, the Parliament and the media (OECD, 2005a).

Noncommercial objectives are particularly troublesome because they are typically difficult to quantify in money terms. It is not easy to measure the achievements of noncommercial objectives and incorporate them into the performance evaluation and reporting system. If it is not possible to quantify performance, noncommercial outcomes should be evaluated in qualitative terms and entered into the system of performance indicators. When the costs are quantifiable, the enterprise in question can be compensated by an amount that covers the incremental costs of meeting noncommercial objectives (Jones, 1991). According to the OECD, when the SOE is also used for public policy objectives, such as general services obligations, it should also report on how these are being achieved (OECD, 2005a).

In this article, we limit detailed technical discussion of the best practices for financial reporting by governments and SOEs. Financial reporting for listed and large non-listed SOEs should comply with international standards (The World Bank, 2006). Accounting methods should be based on accrual-based accounting, which allows for a full balance sheet showing the full scope of assets and liabilities of the government as well of the SOEs. Traditionally, central governments' financial reports have been tied to the budget entities of the government, which might have hidden spending and debts transferred to SOEs and other off-budget entities. Modern accounting principles require companies to consolidate accounts for all the entities they control. This principle, when adapted to the public sector, means that governments should also provide consolidated financial statements that include government-controlled SOEs. At the moment, few governments consolidate SOEs in their financial statements (Blondy et al., 2013). SOEs should also report nonfinancial information, including related party transactions (especially with other SOEs), changes in board membership, and high-level executives and changes in ownership structure. Performance indicators related to SOE objectives could also be reported to the public as well as information regarding commercial and noncommercial policy objectives, estimates of the latter's cost, and financial assistance from the state

(The World Bank, 2006). SOEs should also have a heightened sensitivity to corporate social responsibility reporting (Frederick, 2011).

The SOE classification in Figure 3 systematizes the information needed for parliamentary monitoring. The more the SOEs are situated toward the left in Figure 2, the more the state as an owner has interests other than pure shareholder value and the more Parliament requires surveillance information on how well the company fulfills its social service assignment. The focus for special state assignment companies (the companies in category I) is on the steering perspective set by the ministry in charge. The general goal is that operations are profitable, but the monitoring information stresses quantifying and assessing the companies' social service assignments.

The focus in category II–V SOEs is primarily on economic principles, and strategic interests should be reconciled with these. The aim is that the companies' profitability and financial structures should be at least as good as those of domestic and international competitors. Regarding profitability, good parameters are, among others, the earnings before interest and taxes describing the structure of the result, the return on equity, and the return on assets. For the analysis of financial structure, the appropriate measures include debt-to-equity and gearing (see, e.g., Revsine, Daniel, & Bruce, 2005; Stolowy & Lebas, 2006). In the Stock-Exchange-listed SOEs in categories IV and V, the analysis can be supplemented with figures based on market information. Among others, the main information to be reported is the development of market value and its relation to the general development of the shares, the yield of the portfolio in relation to the average market yield and the amount of dividends received by the state (Shareholder Executive, 2009).

If the solution is not to have only one aggregate performance report for the parliament containing performance information from all SOEs, an alternative solution is to have one report on commercial SOEs prepared by the coordinating ownership agency and separate reports prepared by sector ministries responsible for special state assignment enterprises with social and public policy goals for the parliament. The important factor here is that the principal, i.e., the parliament, can receive complete information on how the ownership policy steering and implementation has been performed. Reporting should cover all categories of SOEs if performance reporting and monitoring is to be consistent and comprehensive for parliamentary surveillance purposes.

## SUMMARY AND CONCLUSIONS

This study aimed to create a basis for a general model that is able to systematically categorize state ownership policy and steering. The theoretical concepts were derived from the agency theory, and the practical concept of steering was then inserted into the theoretical model in a way that serves

state ownership policy and steering of SOEs (Figure 1). In Figure 2, we showed four different dimensions (type of main owner interest, listed or non-listed enterprises, concentration of steering function, and extent of state ownership of shares) connected to methods for appropriately organizing groups of SOEs, their accountability and steering system. We outlined three main multiagency chains that, in a parliamentary democracy, mediate the ownership policy lines to implementation by the accountable agents.

In Figure 3, we constructed a model that appropriately categorizes the state ownership policy of state-owned companies for accountability and steering purposes. Based on the heterogeneous field of the Finnish state's share portfolio, we used the model to classify SOEs in the case country Finland. First, we classified SOEs according to the basis of ownership, extent of ownership, and Stock Exchange listing status. Second, we divided the objectives for SOE ownership steering into two main principles: the social service assignment principle and the shareholder value creation principle. Third, on the basis of ownership, extent of ownership, and listing status, we grouped the SOEs into different categories according to the extent to which the state as an owner is focused on the social service assignment principle or purely on shareholder value interests. This SOE classification systematizes the information needed for parliamentary monitoring. Consistency in ownership goals, steering and reporting creates good preconditions for consistent reporting for ownership policy decision-making and ultimately improves the outcomes of ownership policy and steering. Reporting should cover all categories of SOEs if performance reporting and monitoring is to be consistent and comprehensive for parliamentary surveillance purposes.

We need a consistent model for designing and monitoring the implementation of ownership policy not only for parliamentary surveillance purposes but also because the government is accountable for the general public, voters, and taxpayers. Each government should publish, either online or via other accessible media, its ownership policy lines and how it categorizes its SOEs into the different classes outlined in this paper.

The theoretical contribution of the paper is that it elaborates on the most commonly used simple division of SOEs to commercial and noncommercial enterprises. The novelty of this study comes from our creation of a model that is based on the agency theoretical basis and includes different ownership policy dimensions and principal-agent steering chain characteristics. This paper also has several practical contributions. The three-dimensional division of SOEs, together with the dimension of how to organize the steering function, creates a consistent and systematic basis for a monitoring and reporting system. The model or framework in this paper may show problematic solutions in ownership policy and steering and lead to reconsideration of the appropriateness of the present system in the country. The detailed classification suggested in the paper may reveal that the extent of

state ownership in some categories of SOEs is not justified or that, in some cases, the state should own more shares or possibly all shares of the SOEs in question. Furthermore, we show that the state should withdraw from ownership in some cases.

The research findings obtained within the context of the state of Finland and its Parliament are also applicable globally as they form an outline of salient issues in the pursuit of good governance, administration, and parliamentary monitoring in ownership steering. The findings are interesting, especially in the context of developing countries in Asia, South America, and Africa as well as for transition economies in some Eastern European countries. In these countries, the dimensions of owner steering may be in need of development, and the variety of their SOEs is significant.

One limitation of the study is that we theorized a framework (model) that was tested with only one case country, even though it was a good fit for the testing purposes. Another limitation is related to the outline of this paper. We used the model mainly for classification purposes, even though the model and its bases (agency theory) create possibilities for testing assumptions connected to the principal–agency chain characteristics (causes) and ownership policy and steering outcomes (effects). The principal–agency characteristics may contain variables such as the length and levels of steering chains; the occurrence of parallel and dual principal and agent roles; and the variety of SOEs and steering purposes. The effects (outcomes) may consist of conflicts of interest in steering, noncompliance with rules of steering and conduct of SOEs, inefficiency in SOEs' performance, agency costs, and asymmetric information serving SOEs' self-interests. These and other formulated assumptions and hypotheses can be tested with future research projects.

## REFERENCES

- Austvik, O. G. (2012). Landlord and entrepreneur: The shifting roles of the state in Norwegian oil and gas policy. *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, 25(2), 315–334.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York, NY: MacMillan.
- Blondy, G., Cooper, J., Irwin, T., Kauffmann, K., & Khan, A. (2013). The role of Fiscal reporting in public financial management. In M. Cangiano, T. Curristine, & M. Lazare (Eds.), *Public financial management and its emerging architecture* (pp. 259–281). Washington, DC: International Monetary Fund.
- Bozec, R., & Breton, G. (2003). The impact of the corporatization process on the financial performance of Canadian state-owned enterprises. *International Journal of Public Sector Management*, 16(1), 27–47.
- Budiman, A., Lin, D.-Y., & Singham, S. (2009). *Improving performance at state-owned enterprises*. McKinsey&Company. Retrieved July 5, 2013, from [http://www.mckinsey.com/insights/public\\_sector/improving\\_performance\\_at\\_state-owned\\_enterprises](http://www.mckinsey.com/insights/public_sector/improving_performance_at_state-owned_enterprises)
- Coase, R. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386–405.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.
- Enns-Jedenastik, L. (2013). Political control and managerial survival in state-owned enterprises. *Governance: An International Journal of Policy, Administration and Institutions*. Retrieved June 14, 2014 from <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/gove.12023/pdf>
- Ernst & Young. (2010). *Government as best in class shareholders. Featuring the point of view of 12,000 citizens in 24 countries*. Retrieved May 24, 2013, from [http://www.lesechos-conferences.fr/data/classes/produit\\_partenaire/fichier\\_2150\\_361.pdf](http://www.lesechos-conferences.fr/data/classes/produit_partenaire/fichier_2150_361.pdf)
- Ezzamel, M., Wilmott, H., & Worthington, F. (2008). Manufacturing shareholder value: The role of accounting in organizational transformation. *Accounting, Organizations and Society*, 33(2–3), 107–140.
- Finnish Council of State. (2011). *Government resolution on state ownership policy*. Helsinki, Finland: Finnish Government.
- Finnish Government. (2006). *Limited Liability Companies Act 624/2006*. Helsinki, Finland: Author.
- Finnish Government. (2007). *State Shareholdings and Ownership Steering Act 1368/2007*. Helsinki, Finland: Author.
- Frederick, W. R. (2011). *Enhancing the role of the boards of directors of state-owned enterprises*. OECD Corporate Governance Working Papers, No. 2. OECD. Retrieved from <http://dx.doi.org/10.1787/5kg9xf6n4wj-en>
- Goldeng, E., Grünfeld, L. A., & Benito, G. R. G. (2008). The performance differential between private and state owned enterprises: The roles of ownership, management and market structure. *Journal of Management Studies*, 45(7), 1244–1273.
- Green-Pedersen, C. (2002). New public management reforms of the Danish and Swedish welfare states: The role of different social democratic responses. *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, 15(2), 271–294.
- Hood, C. (1996). Explaining variations in public management reform of the 1980s. In H. A. G. M. Bekke, J. L. Perry, & T. A. J. Toonen (Eds.), *Civil service systems in comparative perspective*. Indianapolis, IN: Indiana University Press.
- Huber, J. D. (2000). Delegation to civil servants in parliamentary democracies. *European Journal of Political Research*, 37(3), 397–413.
- Hyytinen, A., Kuosa, I., & Takalo, T. (2003). Law or finance: evidence from Finland. *European Journal of Law and Economics*, 16(1), 58–89.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Jones, L. P. (1991). Performance evaluation for state-owned enterprises. In R. Ramamurti & R. Vernon (Eds.), *Privatization and control of state-owned enterprises* (pp. 179–205). EDI development Studies. Washington, DC: The World Bank.
- Jupe, R. (2012). The privatization of British Energy: Risk transfer and the state. *Accounting, Organization and Society*, 36(2), 116–129.
- Kamal, M. (2010). Corporate governance and state-owned enterprises: A study of Indonesia's code of corporate governance. *Journal of International Commercial Law and Technology*, 5(4), 206–224.
- Kankaanpää, J. (2009). Board independence and asymmetric timeliness of earnings in a bank-oriented financial system: Evidence from Finland. *Tampere Economics and Accounting Working Paper 2*. Retrieved May 24, 2014 from <http://tampub.uta.fi/handle/10024/65607>
- Kiser, E. (1999). Comparing varieties of agency theory in economics, political science, and sociology: An illustration from state policy implementation. *Sociological Theory*, 17(2), 146–170.
- Koppel, J. G. S. (2007). Political control for China's state-owned enterprises: Lessons from America's experience with hybrid organizations. *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, 20(2), 255–278.
- Krivogorsky, V., & Grudnitski, G. (2010). Country-specific institutional effects on ownership: Concentration and performance of continental European firms. *Journal of Management and Governance*, 14(2), 167–193.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471–517.

- Latin American Development Bank. (2012). *White paper the importance of corporate governance in state owned enterprises – SOEs*. Prepared for: CAF – Latin American Development Bank by Sodali and Governance Consultants S.A. June 2012.
- Liljeblom, E., & Löflund, A. (2006). Developments in corporate governance in Finland. *International Journal of Disclosure and Governance*, 3, 277–287.
- Liu, G. S., & Sun, P. (2005). The class of shareholdings and its impacts on corporate performance: A case of state shareholding composition in Chinese public corporations. *Corporate Governance: An International Review*, 13(1), 46–59.
- Lopez-de-Foronda, O., Lopez-Iturriaga, F. J., & Santamaria-Mariscal, M. (2007). Ownership structure, sharing of control and legal framework: International evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1130–1143.
- Luke, B. (2010). Examining accountability dimensions in state-owned enterprises. *Financial Accountability & Management*, 26(2), 134–162.
- Moen, E., & Lilja, K. (2005). Change in coordinated market economies: The case of Nokia, and Finland. In G. Morgan, R. Whitley, & E. Moen (Eds.), *Changing capitalisms: internationalization, institutional change and systems of economic organization*. Oxford, UK: Oxford University Press.
- Müller, W. C. (2000). Political parties in parliamentary democracies: Making delegation and accountability work. *European Journal of Political Research*, 37(3), 309–333.
- OECD. (2005a). *Guidelines on corporate governance of state-owned enterprises*. Paris, France: OECD.
- OECD. (2005b). *Corporate governance of state-owned enterprises. A survey of OECD countries*. Paris, France: OECD.
- Okhmatovskiy, I. (2010). Performance implications of ties to the government and SOEs: A political embeddedness perspective. *Journal of Management Studies*, 47(6), 1020–1047.
- Ornston, D. (2012). Old ideas and new investments: Divergent pathways to a knowledge economy in Denmark and Finland. *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, 25(2), 687–710.
- Ownership Steering Department. (2013). *Statistics*. Retrieved June 14, 2013 from <http://valtioniomistus.fi/english/files/2011/12/edvaltuudet-eng-5b-2013.pdf>
- Papenfuss, U., & Schaefer, C. (2009). Public financial reporting in true and fair terms – Discussion on shortfalls in Germany and recommendations for the reform agenda. *International Review of Administrative Science*, 74(4), 715–725.
- Parliament of Finland. (2009). *The Audit Committee Report 1/2009*. Helsinki: Parliamentary Reports 2009.
- Parliament of Finland. (2010). *The Audit Committee Report 5/2010*. Helsinki: Parliamentary Reports 2010.
- Parliament of Finland. (2010). *The Audit Committee Report 11/2010*. Helsinki: Parliamentary Reports 2010.
- Ramamurti, R. (1987). Performance evaluation of state-owned enterprises in theory and practice. *Management Science*, 33(7), 876–893.
- Ramamurti, R. (1991). The search for remedies. In R. Ramamurti & R. Vernon (Eds.), *Privatization and control of state-owned enterprises* (pp. 7–25). EDI development studies. Washington, DC: The World Bank.
- Revsine, L., Daniel, C., & Bruce, J. (2005). *Financial reporting and analysis* (3rd ed.). New York, NY: Pearson/Prentice Hall.
- Securities Market Association. (2010). *Finnish corporate governance code*. Retrieved June 14, 2013 from <http://cgfinland.fi/files/2012/01/finnish-cg-code-20101.pdf>
- Shareholder Executive. (2009). *Annual report 2008–09*. Retrieved June 14, 2013, from <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/shex/files/annualreport0809.pdf>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Stolowy, H., & Lebas, M. (2006). *Corporate financial reporting: A global perspective* (2nd ed.). London, UK: Thomson.
- Temmes, M. (1998). Finland and new public management. *International Review of Administrative Sciences*, 64(3), 441–456.
- Vagliasindi, M. (2008). *Governance arrangements for state owned enterprises*. Policy Research Working Paper 4542, The World Bank, Sustainable Development Network, March 2008.
- Vihn Le, T., & Buck, T. (2011). State ownership and listed firm performance: A universally negative governance relationship? *Journal of Management and Governance*, 15(2), 227–248.
- Vuoria, M. (2004). *Evaluator report on the state's shareholding policy*. Ministry of Trade and Industry Finland, Studies and Reports 2/2004. State Shareholdings Unit. Retrieved May 24, 2013 [http://ktm.elinar.fi/ktm\\_jur/ktmjur.nsf/All/558E8CAE8D195A41C2256E47003112AB/file/tura3opoeng.pdf](http://ktm.elinar.fi/ktm_jur/ktmjur.nsf/All/558E8CAE8D195A41C2256E47003112AB/file/tura3opoeng.pdf)
- World Bank. (2006, May). *Held by the visible hand. The challenge of SOE corporate governance for emerging markets*. Washington, DC: The World Bank Corporate Governance Department.
- Yle News. (2013). Retrieved October 16, 2010 from [http://yle.fi/uutiset/arctia\\_offshore\\_ops\\_pay\\_better\\_than\\_baltic\\_icebreaking/6881665](http://yle.fi/uutiset/arctia_offshore_ops_pay_better_than_baltic_icebreaking/6881665)

**APPENDIX**  
**Finnish State Shareholding on May 2, 2013 (Ownership Steering Department, 2013)**

<i>Category I: Unlisted special assignment companies</i>		
	<i>State shareholding (%)</i>	<i>Ownership steering</i>
<b>A State as a sole proprietor</b>		
Alko Oy	100.0	STM
Arsenal Ltd	100.0	VM
CSC Scientific Computing Ltd	100.0	OKM
Finavia Corporation	100.0	LVM
Finnish Industry Investment Ltd	100.0	TEM
Finnpilot Pilotage Ltd	100.0	LVM
Finnvera Oyj	100.0	TEM
Governia Oy	100.0	VNK
Hansel Ltd	100.0	VM
Haus Kehittämiskeskus Oy	100.0	VM
Solidium Oy	100.0	VNK
Suomen Erillisverkot Oy	100.0	VNK
Veikkaus. Oy	100.0	OKM
Yleisradio Oy	100.0	LVM
<b>B State majority-owned companies</b>		
Finnfund Ltd	90.4	UM
Tietokarhu	80.0	VM
Yrityspankki Skop Oyj	95.2	VM
<b>C State-associated companies</b>		
Aalto University Properties Ltd	33.3	VM
Finnish Aviation Academy Ltd	49.5	OKM
Helsingin yliopistokiinteistöt Oy	33.3	VM
Horse Institute Ltd	25.0	OKM
Suomen yliopistokiinteistöt Oy	33.3	VM
<i>Category II: Unlisted companies in which the state also has a strategic interest</i>		
	<i>State shareholding (%)</i>	<i>Ownership steering</i>
<b>A State as a sole proprietor</b>		
Actia Shipping Ltd	100.0	VNK
Itella Corporation	100.0	VNK
Leijona Catering Oy	100.0	VNK
Meritaito Oy	100.0	VNK
Motiva Oy	100.0	VNK
Suomen Lauttaliikenne Oy	100.0	VNK
Mint of Finland Ltd	100.0	VNK
SuomenViljava Oy	100.0	VNK
VR-Group Ltd	100.0	VNK
<b>B State majority-owned companies</b>		
Boreal Plant Breeding Ltd	60.8	VNK
Fingrid Oyj	53.1	VNK
Patria Plc	73.2	VNK
Vapo Oy	50.1	VNK
<b>C State-associated companies</b>		
Ekokem Oy	34.1	VNK
Gasum Corporation	24.0	VNK
Municipality Finance	16.0	YM
<i>Category III: Unlisted companies in which the state has a pure shareholder interest</i>		
	<i>State shareholding (%)</i>	<i>Ownership steering</i>
<b>A State as a sole proprietor</b>		
Altia Plc	100.0	VNK
Destia Ltd	100.0	VNK
Edita Plc	100.0	VNK

(Continued)



APPENDIX  
(Continued)*Category III: Unlisted companies in which the state has a pure shareholder interest*

	State shareholding (%)	Ownership steering
<b>B State majority-owned companies</b>		
Raskone Ltd	85.0	VNK
Kemijoki Oy	50.1	VNK
<b>C State-associated companies</b>		
Art and Design City Helsinki Oy Ab	35.2	VNK
Finnish Seed Potato Centre Ltd	22.0	VNK

*Category IV B: Listed companies with the state as a majority shareholder*

	State shareholding (%)	Ownership steering
Finnair Plc	55.8	VNK
Fortum Corporation	50.8	VNK
Neste Oil Corporation	50.1	VNK

*Category V C: Listed companies with the state as an associate shareholder*

	State shareholding (%)	Ownership steering
Elisa Corporation	10.1	VNK Solidium
Kemira Oyj	16.7	VNK Solidium
Metso Corporation	11.1	VNK Solidium
Outokumpu Oyj	21.8	VNK Solidium
Outoteck Oyj	10.0	VNK Solidium
Rautaruukki Corporation	39.7	VNK Solidium
Sampo Plc	14.2	VNK Solidium
Stora Enso Oyj	12.3	VNK Solidium
Talvivaara Mining Company Plc	16.7	VNK Solidium
TeliaSonera AB	11.7	VNK Solidium
Tieto Corporation	10.3	VNK Solidium

**Abbreviations:**

LVM = Ministry of Transport and Communications  
 OKM = Ministry of Education and Culture  
 STM = Ministry of Social Affairs and Health  
 TEM = Ministry of Employment and the Economy  
 UM = Ministry for Foreign Affairs  
 VM = Ministry of Finance  
 VNK = Ownership Steering Department in the Prime Minister's Office  
 YM = Ministry of the Environment



# JULKAISU II

## **Reporting of State-Owned Enterprises for Parliamentary Supervision**

Oulasvirta, L., Kankaanpää, J. & Wacker, J.

Hallinnon Tutkimus (2014), 33 (1), 39-53.

**Artikkeleiden käyttöön väitöskirjan osana on saatu kustantajan lupa**



# Reporting of State-Owned Enterprises for Parliamentary Supervision

Lasse Oulasvirta, Jari Kankaanpää & Jani Wacker

## ABSTRACT

The purpose of our study was to evaluate the Finnish state ownership policy and steering from the perspective of parliamentary supervision. The Finnish state's share portfolio is very heterogeneous, consisting of listed and non-listed companies in which the state has commercial ownership interests and, to some extent, strategic ownership interests. There are also special state enterprises in which the state has special societal interests that the other ownership interests must not violate. In our study, we interviewed key persons involved in state ownership steering and reporting and made an international comparison of best practices. Our reporting model was based on grouping state owned enterprises (SOEs) into categories according to how much the state as an owner stresses the social service assignment principle or how much it stresses pure shareholder value interests. Based on our interviews, international comparisons, and SOE groupings, we created an efficient model for steering SOEs and reporting on them to the Finnish Parliament. This creates good preconditions for successful ownership policy in terms of decision making and steering, which will ultimately improve the outcomes of the Finnish state ownership policy and steering.

**Key words:** ownership steering, parliamentary monitoring, reporting, state-owned enterprises (SOEs)

## INTRODUCTION

The well-known New Public Management (NPM) movement has transformed public sectors in many ways with the introduction of new governance models inspired by competitive markets, business models and performance management. The aim has been to get rid of bureaucratic rules and regulations hampering efficiency, and to change over from a rowing government to a steering government. This movement has led, to varying degrees and amongst other things, to contracting out, corporatisation and the privatization of public sector activities previously governed by the traditional hierarchical administration. This predominant trend has not avoided problems and criticism, for instance because market-like organisational arrangements may lead to the neglect of the social and democratic aspects of governance (Farazmand 2013). When governments incorporate their activities, one crucial problem is fitting diverse goals into a consistent and effective ownership policy. State owned enterprises (SOEs) are expected to be cost efficient, to rationalise their activities and to intensify usage of their production factors, but at the same time governments often set up not only commercial goals but also strategic, industrial and public policy goals. The government faces a challenge related to its capacity to steer and govern the SOEs in such a way that fulfils both public governance and corporate governance

goals in a coordinated way (Martinez et al. 2013, 827).

The aim of this article is to analyse the steering of SOEs from a governance perspective, in which the reporting of the ownership policy implementation by the government to the principal, the Parliament and citizens is essential. Transparent reporting of SOEs based on comprehensive follow-ups is important for the principal's ability to decide on its ownership policy, and also to its ability to assess the agent's performance in implementing the ownership steering and reporting. The Nordic countries function well regarding their overall ownership policy when considered from an international perspective (Frederic 2011, 12–13). However, Nordic countries have special challenges regarding steering and reporting, which stem from the wide variety of SOEs with different ownership motivations and goals. The heterogeneous composition of Finnish SOEs means that the accountable government faces a demanding task of reporting the fulfilment of its steering responsibilities to the Parliament, the principal of the ownership policy.

In Finland, the main responsibility for implementing the steering of SOEs and reporting lies with the State Ownership Steering Department (OSD) in the Prime Minister's Office. At the beginning of 2011, the OSD exercised ownership steering in respect of 29 companies – three of which were listed – and three special task companies. Additionally, the state owns 23 companies with a special task where responsibility for ownership steering lies with the ministries responsible for the fields of activity in which the companies are engaged (Ownership Steering Department 2012, 7). The state is also a minority owner in several listed companies; this ownership is governed by the wholly state-owned holding company, Solidium (Solidium 2013). The financial importance of SOEs is illuminated by the fact that the total value of direct state shareholdings and indirect holdings in listed companies via Solidium was over 16 billion euros, valued at 12 February 2013 (Ownership Steering Department 2013). The SOEs are also economically and socially important because they are important employers. In 2012, companies owned directly by the state or indirectly through Solidium gave work to

220,000 people, about 45 per cent of them in Finland (Ownership Steering Department 2012, 20). Furthermore, the special task companies, such as the broadcasting company, Yleisradio Ltd, have important societal functions.

Some of the Finnish state's ownership of enterprises is based on purely financial interest, others on strategic interests and some on both strategic and financial interests. Moreover, some of these SOEs have corporation charters that make them into not-for-profit companies. In addition, Finnish state shareholdings range from 100 per cent sole ownership to less than 10 per cent ownership. Consistency in both the classification of SOEs and in choices of steering and reporting creates preconditions for ownership policy control and ultimately improves the outcomes of government ownership policy and steering.

Our study focuses on a special area within state ownership policy and steering that is less researched, namely how to form reporting model of SOEs for regulatory and parliamentary steering purposes. The research question is accordingly: What is a consistent reporting model of SOEs for parliamentary surveillance purposes that can be used as a basis for the development of ownership reporting?

We answer the research question within the theoretical framework of the principal-agent relationship and by using as a case study the Finnish government's method of steering and reporting the heterogeneous field of SOEs and, in addition, by using the results of an international comparison. In another paper, we presented a systematic and universal classification model of SOEs for parliamentary surveillance purposes (forthcoming 2014). In this paper, we elaborate in more detail on a consistent reporting model that satisfies the requirement for the efficient monitoring of SOEs. The model was elaborated during and partly after a study that we presented for the Audit Committee of Parliament in Finland (Kankaanpää et al. 2011). The study on how to build a good reporting system of ownership policy steering of SOEs was published in the Audit Committee publication series (Kankaanpää et al. 2011). In the evaluation, we first described and analysed the present condition of state ownership policy and reporting to Parliament (as of 2010), and then, after interviews with key

government officials and members of parliament and benchmarking using international practices, especially in other Nordic countries, suggested a developed reporting system to Parliament and its Audit Committee.

Lack of transparency has been stated as one crucial problem in international studies of SOEs. SOEs have been observed to operate behind a curtain, revealing little information beyond their general mandate (Ramamurti 1991; OECD 2005). In Finland, the state ownership policy has been put to the test in some recent cases that illuminate the importance of up-to-date, transparent and reliable reporting of SOEs. These four cases demonstrate the difficulties of policy implementation and highlight the importance of timeliness and reliable information and reporting for both ownership steering and parliamentary surveillance purposes. These cases also bring forward the question as to when matters should be made known to the wider public.

One such case is the strategic SOE, Finnair and its CEO, which became involved in real estate schemes among a circle of acquaintances and its board, which accepted this, and also expensive so-called stay bonuses to 18 Finnair leaders, when at the same time the company were making large personnel cuts and demanding sacrifices from cabin crew and other personnel. This annoyed the coordinating minister of state ownership policy, Heidi Hautala, who intervened and then in 2011 changed the composition of Finnair's board (Talouselämä 2013, 6–7).

Another case consists of a SOE, Talvivaara mining company, where the state holds a minority of shares, and the environmental catastrophe that it caused in 2011. Irrespective of the impressive corporate sustainability principles published on its website,<sup>1</sup> it ended up undertaking high-risk processing without due controls. Even if the state is a significant minority owner, it is difficult for it to directly influence the company in its role as an owner. The state has tried to control the company via official environmental supervision exercised by the local Regional State Administrative Agency in the Kainuu region. This supervision and control turned out to be weak and unable to stop the environmental disaster.

The third case is a big commercial company

that has been privately owned up until now. The dockyard of STX has been appearing in the media during 2012–2013. The Finnish government is not an owner of this dockyard, which plays an immensely big role in Finnish ship building industry and employment. Not being an owner and not wanting to become an owner seems to mean in the distorted competition in the sector in question that Finland loses orders to countries where the state is ready to be a shareholder and an active partner in the necessary financial arrangements. In this case, it is not a question of the reporting of existing SOEs but more of fundamental principles in state ownership policies and how to inform the principal and the general public of planned actions when some of them are considered to be sensitive trade secrets.

The fourth case is that of Arctia Shipping, which is completely owned by the state. The case illustrates the difficulty of agreeing on what is acceptable steering and what is unacceptable interference in company matters. The coordinating minister of state ownership policy, Heidi Hautala, was accused in October 2013 of giving instructions to the state-owned icebreaker firm Arctia Shipping to avoid making a criminal complaint over protests by Greenpeace activists. The protesters boarded icebreakers twice during 2012 to demonstrate against Arctia's involvement with Shell's plan to drill for oil in Alaska. The senior civil servant at the State Ownership Steering Office at the time, Pekka Timonen, contacted the Arctia management on his own initiative and advised them not to make a criminal complaint. Timonen told Arctia that state-owned companies should have more tolerance for NGO activism than normal enterprises. The former chair of the Green League admitted that she was aware of his actions and supported the move (YLE news 9.10.2013).

After the introduction, in Chapter 2 we present the research methodology and data. Chapter 3 addresses the theoretical framework, while Chapter 4 presents ownership policy and steering in Finland. Chapter 5 presents the interview results, describes relevant monitoring and reporting practices in some other countries and develops the basis for developing the Finnish reporting system. Chapter 6 contains the conclusions and a discussion.

## METHODOLOGY AND DATA

The study can be classified as an evaluation study of steering and reporting of SOEs in Finland, theoretically interpreted in a principal-agency setting. The evaluation was accomplished during 2010–2011. The authors continued the research after releasing the basic research report to the Audit Committee for Finnish Parliament. The aim of the evaluation study was to describe and analyse the present reporting model for parliamentary monitoring purposes, based on information gathered from key stakeholders both on the principal (Parliament) and agent (government) sides, and evaluate ways in which to develop it. To aid this evaluation, we used comparisons of international best practices. The selected countries were Sweden, Norway, the UK, Holland, Australia and New Zealand. The choice of these countries was made after preliminary studies (Kalliomäki 2008; 2009), investigations via the Internet of steering and reporting systems in different countries, and discussions with the Audit Committee of the Finnish Parliament. All of these countries have developed steering and reporting practices for SOEs. Sweden and Norway were considered in more detail because they represented Nordic countries with a wide variety of SOEs, similar to Finland. The other mentioned countries, the British Commonwealth countries and Holland, were chosen not because of their large field of SOEs but because of their developed reporting practices and methods of processing reported information in parliaments. Answers to our special email enquiries were received from the governments of the UK, Holland, Sweden and Norway.

One essential document used as a source for Finnish policy regarding SOEs was the 2007 Government Resolution on State Ownership Policy. This decision-in-principle defines the guidelines and objectives of state corporate ownership and ownership steering. A government resolution can be described as a soft law instrument, which means that it is not legally binding itself, but it may have some indirect legal effect when it, for example, leads to new law-drafting (Meyer 2008). Typically, soft law obligations are legally non-binding recommendations and declarations.

In addition to parliamentary documents and other written material, the study consists of theme interviews with professionals connected to the ownership steering of SOEs or the parliamentary supervision of state finances. The reporting model was first outlined based on the principal-agency model of SOEs and our international comparison of best practices, and then tested with interviews targeted to our high ranking officials responsible for ownership policy steering and reporting.

The authors interviewed leading civil servants in the OSD and several ministries in Finland responsible for steering SOEs in their administrative sectors. Interviews were also carried out in the National Audit Office of Finland. A total of 6 interviews were carried out, giving 5 hours and 3 minutes of transcribed interview data. The main themes in the interviews dealt with the present method of steering and reporting and the need to develop steering and reporting, especially from the point of view of Parliament. The person from the OSD who was interviewed denied us the right to cite his interview in the published report text. Summary details of interview themes and data are presented in Appendix 1.

Furthermore, the authors have had an opportunity to utilise the information given by the Audit Committee of the Finnish Parliament through the steering group of the study. This steering group consisted of the authors of this article and several members and civil servants of the Parliamentary Audit Committee. The steering group was led by the chair of the Audit Committee, and assembled several times during the study.

## THEORETICAL FRAMEWORK

The theoretical framework of this study is based on agency theory, which describes the relationship between two or more parties in which one party, designated as the principal, engages another party, designated as the agent, to perform some tasks on behalf of the principal (Berle & Means 1932; Coase 1937; Jensen & Meckling 1976; Shleifer & Vishny 1997; Armstrong et al. 2010). Agency theory is concerned with analysing and resolving problems that may occur in the agency-principal relationship in enterprises. The theory assumes



that once principals delegate authority to agents, they often have problems controlling them, because agents' goals often differ from theirs, and agents often have better information about their capacity and activities than principals. Agency theory focuses on the measures which principals use to try to mitigate this problem by selecting certain types of agents and certain forms of monitoring their actions, and by using economic incentives (Kiser 1999).

The theoretical framework of the principal-agent relationship has also been used in analysing the multiplicity of interest and co-existence of various categories of principals and agents in public utilities and state owned enterprises (Jones 1991; Vagliasindi 2008; Kankaanpää et al. 2011; Martinez et al. 2013). Through public ownership, the state can sustain sectors that are of long-term strategic or national security interest that are presently uneconomical for private investment (Luke 2010). In addition, governments often find SOEs to be a useful strategy for pursuing social goals such as greater equality and social stability (Ramamurti 1987; Bozec & Breton 2003). However, inefficiency, conflicting objectives, political interference and lack of public transparency are considered to be the main problems of SOEs. The goals of public enterprises may be difficult to specify because of the problems of multiple objectives (commercial versus non-commercial) and plural principals and agents (Jones 1991, 181). And the ultimate outcome of a biased content of ownership policy and steering may skew competition in the markets and hinder economic growth in the country (Shirley 1997).

The existence of many levels of principal-agent relations and accountability chains easily result in tensions and conflicts. The state government is not one unit, but consists of different administrative levels, ministries and units having perhaps different perceptions of what the goals should be or what the goals mean in terms of practical implementation. The problem of *common agency* is realised when each relevant part of the government has a somewhat different objective, and each tries to influence SOEs accordingly. Managing multiple and potentially conflicting objectives is one of the central challenges in the governance of SOEs (The World Bank 2006, 3–4).

In the present study, the agency theory setup exists in a complicated politico-administrative-business environment consisting of several agency relationships: one between the management and owners of individual SOEs; the second between a political decision-making body, the Parliament, and its Audit Committee, and the central administration (Cabinet and the separate ministries) responsible for implementing owner steering; and the third between the political decision-maker and the electorate. This multiple-stage reporting relation is typical for owner steering, particularly in Nordic countries (Finland, Sweden, Norway) but also in some other OECD countries, such as Australia, New Zealand and the Netherlands (Kankaanpää et al. 2011). It is crucial that the central government is obliged to report to its own principal as to whether owner steering and owner policy have been implemented according to the approved political objectives. Thus, it is important that high-quality monitoring information is systematically reported to Parliament (Kankaanpää et al. 2011).

The focus of this study is on state-owned enterprises, SOEs, which are not on-budget entities. The state has more powerful steering tools for its on-budget entities, such as budget steering, orders and directions, than for its off-budget entities, like state utilities and SOEs (on governmental steering methods in general, see Vedung 2000).

In part, the government ownership steering is indirect, because the state owns the shares indirectly by owning shares in a holding company, which then owns shares in other companies. In the Finnish case, the state completely owns a holding company, Solidium, which then owns further shares of listed companies. The individual SOEs are responsible for reporting to the holding company, and the holding company itself is required to report its operations to the central government. The Ownership Steering Department of the Prime Minister's Office then further reports to Parliament.

The content of a steering policy may be influenced, for instance, by a privatisation policy that aims to sell state-owned companies to private markets and to retain only some special purpose corporations in state ownership. In Finland, governments have not opted for selling their companies off vigorously, unlike some

other countries such as the UK, even if increased privatisation has been carried out during recent decades. This means that the government in Finland owns a wide variety of SOEs and faces the classic problem of partly conflicting goals and coordination difficulties between the various categories of principals and agents. This institutional setting is described in more detail in the following section.

## **STATE OWNERSHIP POLICY AND STEERING IN FINLAND**

The history of Finnish state industrial policy extends back as far as the first decades after independence in 1917 (Hyytinen et al. 2003). During the years before the Second World War, and especially after the war, there was a lack of capital to start important heavy industries like energy, metal, wood and paper industries. Because of this, the state took the initiative and established state-owned companies in these fields. This historical background explains the wide array of Finnish state ownership in heavy industries (Moen & Lilja 2001).

From the late 1980s, the so-called New Public Management (NPM) movement, which aims to reform hierarchically operating public administration in a more flexible managerial direction and to apply market models, had an influence in Finland (Temmes 1998). The NPM trend in the Finnish public sector caused a transfer of business-like operations from the state budget into off-budget entities and further into state-owned corporations<sup>2</sup>. However, systematic state ownership policy as a separate policy field in the platform of the Finnish government did not begin until the 2000s (Vuoria 2004). The first separate and explicit ownership policy and corporate governance government resolution was formulated in 2003. Nowadays, the state ownership policy and corporate governance are delineated in each government programme, and in each government resolution pertaining to state ownership policy. The most recent government resolution on state ownership policy was adopted in 2011. The Ownership Steering Department in the Prime Minister's Office is then in charge of the practical-level ownership steering of companies operating on market terms. The department also has

overall responsibility for the guidelines and development of the state ownership policy.

The power of the Finnish Parliament is real when it mandates the government to sell or buy shares in companies. But there is a danger that the power becomes more apparent than real when Parliament delegates the power to decide the content of the ownership policy to the Council of State and when the policy implementation resides in the ministries and their executive organs. The main lines of ownership policy are included in the government platform because it falls to the competence of the Council of State to make the resolution on state ownership policy (State Shareholdings and Ownership Steering Act, 1368/2007, 4§). It is important that Parliament demands that the Council of State reports the use of the mandated rights. Based on this reporting, Parliament may consider changing the legislation concerning ownership policy and steering. It is also important that the ministerial executive organs report to the minister so that the Council of State is able to report further to Parliament and its Audit Committee.

The current Finnish SOE policy is based on the international principles for state ownership recommended by the OECD (OECD 2004). Among the main principles of the recommendations are: 1) that the finances of the enterprise and the finances of the state be kept separate; and 2) that the state maintain clear separation of responsibilities among the bodies of the companies and operate only as the owner. Thus, the state-owner has an evaluative and monitoring role with regards to normal business operations, and does not intervene in operational business decision-making.

The basic law that the ownership steering must follow is the State Shareholdings and Ownership Steering Act (1368/2007). According to that act, state ownership steering refers to the exercising of the state's right to vote in general meetings as well as to other measures by which the state as a shareholder contributes to companies' administration and operating principles. Thus, the concept of 'state ownership steering' refers to various actions by which the governmental authorities as an owner may influence the companies. Duties relating to state ownership steering are handled in the ministries

and the Ownership Steering Department located in the Prime Minister's Office.

The owner steering function of the state of Finland is in accordance with the executive power and division of tasks set out in the legislation of the Finnish Companies Act (624/2006), which is most closely related to the corresponding laws in the other Nordic countries such as Sweden, Denmark and Norway (Liljeblom 2006; Kankaanpää 2009). Moreover, with regard to public listed SOEs, the Finnish corporate governance regulatory body also includes the Securities Market Act, the Rules of the Nasdaq Helsinki Stock Exchange and the Finnish Financial Supervision Authority governed by the Bank of Finland. The Finnish Corporate Governance Code complements the legislation and is in the form of '*Comply or Explain*'. This means that firms listed on the OMX are bound to follow this code to its full extent, but firms can deviate from the given recommendation by announcing the deviation along with the required explanations (OECD 2004; Securities Market Association 2010).

In Finland, the classification of SOEs is based on the various owner interests of the state. The SOEs fall into three groups: economic, strategic and special state assignment enterprises (Ownership Steering Department 2010). The tasks of *special state assignment enterprises* are generally provided for in the legislations of the various countries, and these also determine the state ownership policy and how state steering is carried out (Luke 2010). In accomplishing special state assignments, the objectives of state ownership are primarily societal, albeit with the general aim that the operations should be profitable (Finnish Council of State 2007). In Finland, the objectives of special state assignment companies are based on the best possible societal and economic overall results, which are evaluated primarily on the basis of how and at what cost the enterprise fulfils the objectives set for it by the ministries.

The corporate charters of several special state assignment companies stipulate that it is not the main purpose of the enterprise to generate profit (The steering group of the study, December 2010). One example of a special state assignment company is Veikkaus, which is the 100 per cent state-owned gaming and betting

company. Veikkaus contributes its total profits to the Finnish Ministry of Education and Culture, which distributes them further to Finnish arts, sports, science, and youth work.

*Enterprises with economic and strategic interests* operate under market conditions. Market conditions means that the operating principles, funding structure and target proceeds in enterprises owned by the state can be compared with other enterprises operating in the same fields, and the aim is to achieve an optimal economic profit (Vuoria 2004). Some SOEs (like Fortum and Patria) operating under market conditions are also linked to the state's strategic interests, such as objectives connected to maintaining and ensuring infrastructure or to basic services, but some of them are involved in purely market-based business (Parliament of Finland 1/2009).

According to the Finnish Constitution (731/1999), it is Parliament which wields the highest financial power in Finland. Parliamentary financial power also means the authority to monitor the state finances in their entirety, so Parliament can monitor the ownership steering of state-owned enterprises, too. In Finland, two main actors conduct the parliamentary financial surveillance: the Audit Committee of Parliament and the National Audit Office, which also has a direct connection to Parliament. Both of these institutions may monitor the ownership steering of SOEs.

## REPORTING TO PARLIAMENT

Although Parliament itself does not directly practise ownership steering, it has several constitutional means by which to control and influence state ownership steering. The main objects of this monitoring are the parties responsible for the ownership steering, which are the ministries and the Ownership Steering Department. The parliamentary means of controlling the state ownership steering are, for example, legislation, written and oral reporting procedures and influencing through the supervisory boards of the state-owned enterprises (Kankaanpää et al. 2011).

However, the Audit Committee has on several occasions expressed its concern about the insufficiencies of parliamentary control and

reporting (Parliament of Finland 1/2009 and 5/2010). (i) It has been a problem, for example, that no comprehensive official document concerning the ownership steering of SOEs has been delivered to Parliament. A comprehensive report to Parliament was used, for instance, in our comparative countries, Sweden and the UK. The need for a comprehensive report was also confirmed in interviews conducted for this study (Interview with the chairman of the Audit Committee of the Finnish Parliament, October 2010).

Moreover, (ii) it has been problematic that the report of the ownership steering does not include all SOEs. In addition, (iii) the heterogeneous field of SOEs needs systematising so as to clarify the nature of state ownership. Finally, (iv) partly because of this heterogeneous field of SOEs and lack of systematising, government resolutions on state ownership policy have remained at too general a level, making it difficult to assess the achievement of the goals set in the government resolution.

### International practices

Practices of ownership policy reporting to parliaments vary greatly between countries. Some of the best practices for this study were found in other Nordic countries, especially in Sweden and Norway. The ministries and agencies in charge of ownership steering were obliged to report to their parliament how the ownership policy and good corporate governance principles were being implemented in practice. They were obliged to disclose how goals connected to board nomination policies, reward and incentive pay, internal control and risk management were realised, and how external auditors were chosen. Sweden and Norway also required the reporting of corporate social responsibility during the reporting period, as well as the reporting of how strategic goals of SOEs with state strategic interests were taken into consideration. For instance, in Norway, the government has a strategic interest to maintain the headquarters of certain important companies in Norway. The Swedish government decided in November 2007 that SOEs must follow the standards of the Global Reporting Initiative (GRI) in their social

responsibility reporting. The Swedes emphasised that SOEs must set a good example of reporting to other listed and non-listed companies as well.

An interesting hearing procedure was in use in the UK. Based on findings included in the audit reports of the National Audit Office (NAO), the parliamentary Public Accounts Committee (PAC) invites responsible persons to public hearings. At these hearings, members of the committee present strict questions to the persons being heard<sup>3</sup>. This kind of typical Anglo-Saxon hearing procedure could mean a sharpening of the Finnish parliamentary proceedings on ownership matters. At the moment, the chief executive officers of SOEs report to their company boards, but in the future they could be more increasingly heard at parliamentary committees.

In the UK, the NAO includes regular audits of SOEs in its audit plans. In Finland, the National Audit Office (NAO) makes its audit plans independently, and previously it has not audited regularly SOEs. The NAO decided to include in every year of its audit plan for 2009–2011 at least one SOE, state owned utility or government fund<sup>4</sup>. Its more recent audit plans include even more audits concerning SOEs and the implementation of ownership steering<sup>5</sup>.

It seems that in the UK and Sweden, there is a habit of lively parliamentary discussion of SOEs and ownership policies. This adds to the transparency of ownership policy and steering and encourages the parliament to be an active player that requires information from the ownership policy field.

### Developing Finnish practice

During our case study, we conducted a series of interviews with people connected to the ownership steering of SOEs or the parliamentary supervision of state finances. In the interviews, we tested what the interviewees thought of our model for parliamentary steering and surveillance reporting needs.

The key person in the Ministry of Social Affairs and Health was very positive regarding the suggested enhanced reporting responsibilities to Parliament:

*“It is a good solution to enhance the role of ownership steering and to make a separate ownership steering report ...my opinion is that it would also motivate me in a new way [...] because now my writing gets lost in the general ministerial reporting pulp[...]*” (Interview with the Councillor of the Ministry of Social Affairs and Health, 2011)

In comparison to, for example, the Shareholder Executive annual report in the UK, the Finnish ownership steering report did not include all of the SOEs. Thus it is crucial that the reporting of ownership policy should extend systematically to all SOEs, that the findings should appear in one single report and that the report is processed in the national Parliament as a parliamentary document. An administrative unit with sufficient executive power should be responsible for compiling this single combined ownership steering report.

It was interesting to note that in Finland, not only Parliament but also governmental bodies have proposed strengthening the reporting to Parliament concerning ownership steering. According to the leading civil servant at the Ministry of Education and Culture:

*“It is reasonable to develop the exchange of information between the Ministry and Parliament, for example, by regular hearings in the Audit Committee.”* (Interview with the Special Government Advisor of the Ministry, 2011)

The Audit Committee also considered oral reporting and consultation to be a useful parliamentary tool for monitoring ownership steering. At the parliamentary committee in charge of ownership policy issues, it is possible to hear the views of the ministries with responsibility for ownership issues, civil servants, chairs of company boards and their managing directors and auditors. These parties constitute an important source of information when the responsible operations of a company are being assessed. Thus, they serve to complement the available written reports and quantitative measurement information on the societal benefits of the company.

The key persons interviewed in the Ministry of Transport and Communications were in principle for enhanced reporting to the Parliament. However, they both emphasised many times during the interview that those SOEs that come under company law must carefully comply with the law, especially the rules of treating all shareholders equally:

*“If the minister begins to interfere in the company’s matters, that company will be politicised.”*

To improve reporting transparency, it was clear in the interviews that it was considered valuable for the government and ministers responsible for ownership steering to explain in an annual report (and other written reports) how each objective and principle contained in the state’s ownership policy has been achieved (The Audit Committee of Parliament, December 2010).

*“Regarding the ownership steering report, it is important that if a ministry is responsible of special state assignment companies, then also the responsibility of the reporting content must reside in the ministry in question.”* (Interview with the Chief Director of the Ministry of Transport and Communication, 2011)

In addition, interviews were also carried out at the National Audit Office of Finland, an independent body affiliated with Parliament. According to the Act on the National Audit Office (676/2000), the Office has the right to audit state-owned companies. The main issue of this auditing is how the ownership steering is implemented and the shareholder authority that is used in practice. The leading civil servant of the National Audit Office described the role of the Audit Office as follows:

*“Our task is to ensure that the ministries do their duties and are able to use the tools of ownership steering. This kind of tool is for example the appointment of the members of the board of the company in the shareholders’ meeting.”* (Interview with the Director for Performance Audit and Leading Performance Auditor, 2011)

Furthermore, the authors have had an opportunity to utilise the information given by the Audit Committee of the Parliament of Finland through the steering group of the study. It became clear that one major problem for parliamentary monitoring was the fact that no official document concerning the ownership steering of the SOEs has been delivered to Parliament.

*“The core problem is structural: The annual reports of the ownership steering department are not processed in the parliament as parliamentary documents.”* (Interview with the chairman of the Audit Committee of the Finnish Parliament, 2010).

According to our interviews, the ownership steering report for each company and group of companies should stress either the societal benefits for the society (implementation of special assignments) or the shareholder value creation. For example, in relation to special state assignment companies, it was emphasised by our interviewees that it is essential to know how the social interests and non-financial targets have been implemented in practice.

The SOE classification of enterprises as economic and strategic or special state assignment enterprises is one precondition for systematising the information needed for parliamentary monitoring. The more that the societal objectives are emphasised, the more the state as an owner has other than pure shareholder value interests, and the more Parliament needs surveillance information on how well the company is fulfilling its social service assignment. The focus in the class of special state assignment companies is on the steering perspective set by the ministry in charge. The general goal is that operations are profitable, but the monitoring information stresses the quantification and assessment of the companies' social service assignments.

In SOE categories that emphasise only economic principles, the aim of the state ownership policy is that the companies' profitability and financial structures should be at least as good as those of domestic and international competitors. Regarding profitability, good parameters are, among

others, earnings before interest and taxes (EBIT) describing the structure of the result, return of equity (ROE) and return on assets (ROA). For the analysis of financial structure, the appropriate measures are Debt to Equity and Gearing (see e.g. Revsine, Collings, Johnson, 2005; Stollowy & Lebas 2006).

Currently, in the annual reports of the Finnish state ownership unit (Ownership Steering Department 2010; Solidium 2010), the added economic value by listed companies is reported using the so-called EVA model (see e.g. Brealey et al. 2008). The use of the model is justified because it illustrates how shareholder value has developed during the fiscal period. However, it is important to note that the results of the EVA model do not themselves reveal anything about whether the change in owner value is a consequence of the actions of management or of factors external to the management's sphere of influence.

Furthermore, it is also important to perform reporting by company category (by investment portfolio) and for all companies together. This conclusion was based on both our domestic and international enquiries and comparisons (see e.g. Shareholder Executive 2008). Among others, the main information to be reported was considered to be development of market value and its relation to the general development of the shares, the yield of the portfolio in relation to the average market yield and the amount of dividends received by the state. For portfolios, as for individual companies, the information should be presented for a sufficiently long period of time, for example, for the previous five years.

The best practices revealed in our international comparisons and the opinions of our interviewed stakeholders were that SOEs should diversify their social responsibility reporting. Based on this, we suggested in our evaluation that ownership policy reports produced at the end of each company overview should publish information on the gender division of the board and other sub-areas of societal responsibility (see e.g. Sweden Government 2009). To promote transparency, it is crucial to report how the ownership steering has supported good corporate governance and social responsibility in SOEs (Securities Market Association Finland 2010).

After the publication of our report, there has been a development regarding social responsibility reporting. A new annex concerning the model for corporate responsibility reporting for state-owned companies was included in the latest government resolution on state ownership policy (2011).

In the interviews, we presented the reporting model that had been formulated based on the interviews, best practices and wishes expressed by the members of parliament on the Audit Committee for the Finnish Parliament. It became clear that both oral and written reporting to Parliament were considered to be important development targets and that the comprehensive report outlined in Appendix 2 was widely accepted as a good example. Because quantification of, for example, social service assignments is generally very difficult, qualitative measures and oral reporting were considered to be helpful. These could include assessment by independent experts, explanations given by ministers responsible for ownership steering, or explanations given by officials, chairs of the boards and managing directors of SOEs at parliamentary hearings.

The presented model for ownership steering reporting for parliamentary surveillance purposes (Appendix 2) seems to have already had some influence on the new state resolution of state ownership policy principles made by the Katainen Cabinet in 2011. The 2011 Annual Report of the Ownership Steering Department (2012) partly follows this model, but lacks some of the comprehensiveness that characterises our reporting model.

## CONCLUSIONS

The origins of this paper stems from evaluation research conducted for the Audit Committee for Finnish Parliament. The purpose of the study and evaluation was to systematise the field of state ownership, ownership policy and steering from a parliamentary supervision perspective, and to create a good reporting model that suffices all of the basic surveillance and monitoring needs of the Finnish Parliament and its Audit Committee.

Based on the heterogeneous field of the Finnish state's share portfolio, we created within

the context of the principal-agent relationship a model for parliamentary monitoring purposes. Special attention should be paid to which matters are salient for the ownership steering of specific types of company. We divided the objectives of SOE ownership steering into two main principles: (i) the social service assignment principle; and (ii) the shareholder value creation principle. Moreover, we grouped the SOEs into different categories according to the extent to which the state as an owner is more focused on the social service assignment principle or purely shareholder value interests. This SOE classification clarifies the information needed for parliamentary monitoring. Consistency in ownership goals, steering and reporting creates preconditions for ownership policy decision-making and ultimately improves the outcomes of ownership policy and steering.

Both new operative means and an intensification of existing means were considered during the research. Our conclusions regarding the efficient steering and reporting model were based on our domestic and international documents, enquiries and comparisons. The best practices revealed in our international comparisons and the opinions of our interviewed stakeholders were that SOEs should report comprehensively by company category and describe how both the commercial goals and non-commercial social goals have been accomplished, and how the incumbent government has performed its steering and governance responsibilities.

Furthermore, the interviewed stakeholders agreed that annual reports of ownership steering should be processed in Parliament as official parliamentary documents. Moreover, new methods of oral reporting to Parliament were also considered to be interesting. These could include assessments by independent experts, explanations given by ministers responsible for ownership steering, or explanations given by officials, chairs of the boards and managing directors of SOEs, perhaps at parliamentary hearings.

This study report was delivered to the Audit Committee of the Finnish Parliament in 2011. Soon afterwards, that Parliament adopted a resolution whereby the government was required to report officially and annually to Parliament on the ownership steering of SOEs (Parliament

of Finland 11/2010). The Ownership Steering Department of the Prime Minister's Office published its 2011 Annual Report in 2012. This Annual Report was for the first time processed as a legal document as part of parliamentary proceedings.

The contribution of our study is that it elaborates the categorising of SOEs for systematic monitoring purposes within the principal-agent relationship, and based on this, formulates an evaluative approach used in the case country for developing ownership steering and reporting. A consistent model for designing and monitoring the implementation of ownership policy is not only important for parliamentary surveillance purposes but also because the government is accountable for the general public, voters and tax payers. International best governance practices include the condition that the government publishes its ownership policy lines and goals on the Internet or other accessible media, and also defines reporting requirements regarding different types of SOE. The detailed classification of SOEs suggested in the study may help to develop ownership steering and reporting, not only in the case country but especially in countries in their infancy of developing the public governance of SOEs.

## REFERENCES

- Armstrong, C.S., Quay, W.R. & Weber, J.P. (2010). The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting, *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 179–234.
- Berle, A.A. & Means, G.C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan.
- Bozec, R. & Breton, G. (2003). The impact of the corporatization process on the financial performance of Canadian state-owned enterprises, *International Journal of Public Sector Management*, 16(1), 27–47.
- Brealey, R., Myers, C. & Allen, F. (2008). *Principle of corporate finance*. 9th edition. New York: McGraw-Hill.
- Coase, R. (1937). The theory of the firm. *Economica*, 4, 386–405.
- Farazmand, A. (2013). Governance in the age of globalization: Challenges and opportunities for South and Southeast Asia. *Public Organization Review*, 13, 349–363, DOI 10.1007/s11115-013-0249-4.
- Frederick, W. R. (2011). Enhancing the role of the boards of directors of state-owned enterprises. *OECD Corporate Governance Working Papers*, no. 2. Paris: OECD Publishing. Haettu sivulta: <http://dx.doi.org/10.1787/5kg9xfg6n4wj-en>.
- Finnish Constitution (731/1999). Finland Government.
- Hyytinen, A., Kuosa, I. & Takalo, T. (2003). Law or finance: Evidence from Finland. *European Journal of Law and Economics*, 16(1), 58–89.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jones, L. P. (1991). Performance evaluation for state-owned enterprises. Teoksessa Ramamurti, R. & Vernon, R. (Eds), *Privatization and control*

## NOTES

<sup>1</sup> “Talvivaara’s responsible business operations incorporate three dimensions of corporate social responsibility: economic, environmental and social aspects. Through its responsible business operations, the company seeks to meet the challenges of sustainable development and ensure the conditions necessary for Talvivaara’s solid operation far into the future” ([http://www.talvivaara.com/about-us/Talvivaara\\_Sustainability](http://www.talvivaara.com/about-us/Talvivaara_Sustainability), accessed 12.2.2013).

<sup>2</sup> The state of Finland formerly had several businesses transferred from the state budget, but the only ones left in 2011 are Metsähallitus (administration of forests) and Senate Properties. In recent years, the incorporated businesses have been Ilmailulaitos, currently Finavia Oyj (aviation), Tieliikennelaitos, nowadays Destia Oy (The Finnish Transport Agency), Varustamoliikelaite (currently Arctia Shipping Oy) and Luotsausliikelaite (currently Finnpiilot Pilotage Oy).

<sup>3</sup> Kalliomäki, 18.7.2008.

<sup>4</sup> Kalliomäki, 27.7.2009.

<sup>5</sup> VTV, memorandum of Vesa Koivunen to the research group 3.2.2011.



- of state-owned enterprises* (s. 179–205). EDI development Studies. Washington D.C: The World Bank.
- Kalliomäki, A. (2008). Havaintoja ja analyysiä Iso-Britannian Committee of Public Accounting mietinnöstä suhteessa NAO:n tarkastusraportteihin. Unpublished memorandum (18.7.2008) for the Audit Committee of Finnish Parliament.
- Kalliomäki, A. (2009). Valtion omistajaohjauksen valvonta. Esiselvitys tarkastusvaliokunnalle valtioenemmistöisten yhtiöiden omistajaohjauksen valvonnan mahdollisista toteutusvaihtoehtoista. Unpublished memorandum (27.7.2009) for the Audit Committee of Finnish Parliament.
- Kankaanpää, J. (2009). *Board independence and asymmetric timeliness of earnings in a bank-oriented financial system: Evidence from Finland*. Economics and Accounting Working Paper no 2. Department of Economics and Accounting. Tampere Economics and Accounting Net Series. Tampere: Tampereen yliopisto. Saata-villa osoitteesta: <http://tampub.uta.fi/handle/10024/65607>.
- Kankaanpää, J., Oulasvirta, L. & Wacker, J. (2011). *Valtion omistajaohjauksen valvonta ja raportointi eduskunnalle*. Eduskunnan tarkastusvaliokun-nan julkaisu, 2/2010. Helsinki: Eduskunta.
- Kankaanpää, J., Oulasvirta, L. & Wacker, J. (2014): A Steering and monitoring model of state owned enterprises. Accepted to the International Journal of Public Administration in October 2013, in process of publication.
- Kiser, E. (1999). Comparing varieties of agency theory in economics, political science, and sociology: An illustration from state policy imple-mentation. *Sociological Theory*, 17(2), 146–170.
- Liljeblom, E. & Löflund, A. (2006). Developments in corporate governance in Finland, *International Journal of Disclosure and Governance*, 3, 277–287.
- Limited Liability Companies Act (624/2006).
- Luke, B. (2010). Examining accountability dimen-sions in state-owned enterprises. *Financial Accountability & Management*, 26 (2), 134–162.
- Martinez, M., Jamison, M. & Tillmar, M. (2013). Public utilities corporate governance. Guest editorial introduction. *Journal of Management and Governance*, 17(4), 827–833.
- Meyer, T. (2008). Soft law as delegation, *Fordham International Law Journal*, 32 (3), 888–942.
- Moen, E. & Lilja, K. (2001). Constructing global corporations: Contrasting national legacies in the Nordic forest industry. Teoksessa Morgan, G., Kristensen, P. H. & Whitley, R. (Eds.), *The multinational firm. Organizing across institu-tional and national divides*, (s. 97–121). Oxford: Oxford University Press.
- OECD (2004). *Principles of Corporate Governance*. Paris: Publications Service.
- OECD (2005). *Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*. Paris: OECD Publishing.
- Ownership Steering Department (2010). *2009 Annual Report of the Ownership Steering Department in the Prime Minister's Office*. Publications of the Ownership Steering Department 2/2010. Prime Minister's Office. Helsinki: Yliopistopaino.
- Ownership Steering Department (2012). *2011 Annual Report of the Ownership Steering Department in the Prime Minister's Office*. Publications of the Ownership Steering Department 3/2012. Prime Minister's Office. Helsinki: Edita Prima.
- Prime Minister's Office (2011). *Statistics*. Haettu sivulta <http://valtionomistus.fi/english/statistics/>, 22.11.2011.
- Prime Minister's Office (2013). *Statistics*. Haettu sivulta, <http://valtionomistus.fi/english/statistics/>, 13.2.2013.
- Parliament of Finland (2009). *The Audit Committee Report, TrVM 1/2009 vp*. Tarkastusvaliokunnan mietintö valtion tilinpäätöskertomuksesta vuo-delta 2008. Available only in Finnish.
- Parliament of Finland (2010). *The Audit Committee Report, TrVM 5/2010 vp – K 11/2010 vp, K 13/2010 vp*. Tarkastusvaliokunnan mietintö val-tion tilinpäätöskertomuksesta vuodelta 2009. Available only in Finnish.
- Parliament of Finland (2010). *The Audit Committee Report, TrVM 11/2010 vp – M 9/2010 vp*. Tarkastusvaliokunnan mietintö val-tion omistajaohjauksen valvonnasta. Available only in Finnish.
- Ramamurti, R. (1987). Performance evaluation of state-owned enterprises in theory and practice. *Management Science*, 33(7), 876–893.
- Ramamurti, R. (1991). The Search for Remedies. Teoksessa Ramamurti, R. & Vernon, R. (Eds), *Privatization and control of state-owned en-terprises*, (s. 7–25). EDI Development Studies. Washington, D.C: The World Bank.
- Revsine L., Collins, D.W. & Jonson, W.B. (2005). *Financial reporting and analysis*. 3rd edition. Boston: Pearson Prentice Hall.
- Securities Market Association (2010). *Finnish Corporate Governance Code*. Haettu sivulta, <http://cgfinland.fi/files/2012/01/finnish-cg-code-20101.pdf>, 26.6.2012.
- Shareholder Executive (2009). *Annual Report 2008–09*. Haettu sivulta, <http://www.bis.gov>.

- uk/assets/biscore/shex/files/annualreport0809.pdf, 4.6.2012.
- Shirley, M. (1997). Policy arena. The economics and politics of government ownership. *Journal of International Development*, 9(6), 849–864.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52 (2), 737–783.
- Solidium (2010). *Annual Report*. Haettu sivulta, <http://www.e-julkaisu.fi/solidium/annualreport-2010/>, 26.6.2012.
- Solidium (2013). Haettu sivulta, [http://www.solidium.fi/about\\_solidium/mission\\_and\\_operation/](http://www.solidium.fi/about_solidium/mission_and_operation/), 13.2.2013
- State Shareholdings and Ownership Steering Act (1368/2007).
- Stolowy, H. & Lebas, M.J. (2006). *Corporate financial reporting: a global perspective*. 2nd revised edition. London: Thomson.
- Sweden Government (2009). *Verksamhets berättelse för företag med statligt ägande*.
- Talouselämä (2013). Hautala: Oikea hetki vähentää Finnair-omistusta. *Talouselämä*, 1.2.2013.
- Temmes, M. (1998). Finland and New Public Management. *International Review of Administrative Sciences*, 64(3), 441–456.
- The Act on the National Audit Office (676/2000).
- The Finnish Council of State (2007). *Government Resolution on State Ownership Policy*.
- The Finnish Council of State (2011). *Government Resolution on State Ownership Policy*.
- Vagliasindi, M. (2008). Governance arrangements for state owned enterprises. *Policy Research Working Paper 4542*. The World Bank, Sustainable Development Network, March 2008.
- Vedung, E. (2000). *Public Policy and Program Evaluation*. New Jersey, New Brunswick: Transaction Publishers.
- Vuoria, M. (2004). *Rapporteurs report on the states shareholding policy*. Ministry of Trade and Industry. Studies and Reports, 2.
- YLE NEWS, <http://yle.fi/uutiset/news/>, haettu 10.10.2013.

## APPENDIX 1. INTERVIEW THEMES AND SUMMARY OF INTERVIEW DATA

Interviews consisted of following main themes:

- The present role and tasks of different partners in ownership steering
- Present tools of ownership steering and reporting
- Problems in the present steering and reporting system
- The needs to develop steering and reporting especially from the point of view of Parliament
- The willingness of the different accountable persons and institutions to participate in a new way of reporting to Parliament.

Organisation	Organisational Role of Interviewees	Date	Duration
1. Audit Committee of Parliament in Finland	Chairman	28.10.2010	0:52
2. Ownership Steering Department	Head of Department	2.12.2010	0:35
3. Ministry of Education and Culture	Special Government Advisor	5.1.2011	1:06
4. Ministry of Transport and Communications	Chief Director and Head of Business Unit	7.1.2011	0:32
5. National Audit Office	Director for Performance Audit and Leading Performance Auditor	10.1.2011	1:21
6. Ministry of Social Affairs and Health	Councillor	13.1.2011	0:37
Total			5:03

**APPENDIX 2. WRITTEN REPORTING MODEL OF SOES TO PARLIAMENT**

Report content
<p>1. Introduction</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– The scope of state ownership, key figures</li> <li>– State ownership steering agency, structure and personnel, budgeted costs</li> <li>– A description to the reader of the report structure</li> </ul> <p>2. A summary review made by the responsible coordinating minister of the state ownership policy</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– How has the accountable government and coordinating minister been able to accomplish the state ownership policy steering during the reporting year.</li> </ul> <p>– The valid government resolution on ownership policy and the good corporate governance principles set by the government create the basis for the reporting to Parliament and its Audit Committee.</p> <p>3. Special reviews made by different ministries in charge of ownership steering of SOEs</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– The government corporate governance principles and possible exceptions of these principles during the reporting year.</li> <li>– Regarding companies in which the state has a pure shareholder interest, the development of market value and its relation to the general development of the shares, the yield of the portfolio in relation to the average market yield and the amount of dividends received by the state. Also changes in state ownership, sales and purchases of shares, fusions, new state established companies and so on during the reporting year.</li> <li>– Accomplishment of societal service and non-commercial goals, environmental and sustainable development goals, social responsibility goals, gender equality in board nominations etc. during the reporting year.</li> <li>– How has the responsible personnel policy goals been advanced with the state ownership policy during the reporting year.</li> <li>– How have the goals of fighting against corruption and unethical behavior been accomplished especially in international activities.</li> </ul> <p>4. SOEs in which the state has mainly commercial interests</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Detailed disclosures of company performance indicators company by company in a standardized manner.</li> <li>– Also the accomplishment of strategic interests if the government has such regarding the company (for instance, Finnair, Neste and Fortum)</li> </ul> <p>5. Special state assignment enterprises</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Sector ministries are responsible of this part in the combined monitoring report to the Parliament.</li> <li>– Detailed disclosures of company financial performance indicators enterprise by enterprise in a standardized manner.</li> <li>– Also key performance indicators regarding non-financial goals, non-standardized descriptions because the non-financial goals vary a lot.</li> </ul> <p>6. Other special institutions owned by the government</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– The Bank of Finland, National insurance institution (KELA), SITRA etc.</li> <li>– Because these institutions have their own special control and reporting systems to the parliament, only a short summary of main results and references to the special reports of them.</li> </ul> <p>Annexes, for instance: Elementary concepts, key figures and indicators and board compositions of important SOEs</p>



# JULKAISU

## III

**Tuloksenohjaus pienissä ja keskisuurissa yrityksissä: Empiirinen tutkimus  
yksityisen ja julkisen sektorin omistamien yritysten eroista**

Kankaanpää, J., Laine, M. & Ojala, H.

Focus Localis (2019), 47 (2), 8-23.

**Artikkeleiden käyttöön väitöskirjan osana on saatu kustantajan lupa**



# Tuloksenohjaus pienissä ja keskisuurissa yrityksissä: Empiirinen tutkimus yksityisen ja julkisen sektorin omistamien yritysten eroista



Jari Kankaanpää, Matias Laine<sup>1</sup>, Hannu Ojala

## Tiivistelmä

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan julkisen sektorin omistamien suomalaisten pienten ja keskisuurten osakeyhtiöiden tuloksenohjausta. Pienten ja keskisuurten osakeyhtiöiden tuloksenohjauksesta tiedetään vain vähän. Tuloksenohjauksen kannustimet ovat julkisesti omistetuissa yrityksissä yksityisesti omistettuja yhtiöitä vähäisempiä. Tilastollisin menetelmin ja 12 050 yrityksen aineistolla saadaan tukea hypoteesille, että julkisen sektorin omistamat yhtiöt harjoittavat vähemmän tuloksenohjausta kuin yksityisesti omistettut. Tilastolliset testit antavat tukea myös sille, että kuntien omistamissa yhtiöissä tuloksenohjaus on vähäisempää kuin valtion omistamissa yhtiöissä. Testit vastinpariaineistolla vahvistavat koko otoksella saatuja tuloksia.

## Avainsanat

Tuloksenohjaus, julkinen omistus, pk-yritykset

## Abstract

In this study we investigate earnings management practices within publicly owned small and medium sized enterprises in Finland. While in the scholarly literature there is ample discussion on earnings management in general, research on its occurrence in the context of small and medium sized enterprises remains scarce. The incentives to engage in earnings management can be argued to be smaller in the public sector than in privately owned companies.

By using agency theory, statistical methods and a dataset consisting of 12050 enterprises this paper finds support for hypothesis that publicly owned small and medium sized enterprises engage less in earnings management than privately owned enterprises of similar size. Statistical tests also highlight that enterprises owned by municipalities engage less in earnings management than those owned by the state. Additional tests utilizing propensity score matched sample reinforce the findings received from tests utilizing the full dataset.

<sup>1</sup> KTT Matias Laine\*, matias.laine@tuni.fi, Johtamisen ja talouden tiedekunta, Tampereen yliopisto

## 1 Johdanto

Tässä tutkimuksessa analysoidaan suomalaisten julkisomisteisten pienten- ja keski suurten osakeyhtiöiden tuloksenohjausta. Tutkimuksessa paneudutaan tuloksenohjauksen käyttöön osakeyhtiöissä kysymällä, miten tuloksenohjauksen käyttö eroaa yksityisesti ja julkisesti omistettujen yhtiöiden kesken. Keskeisenä motiivinamme on lisätä ymmärrystä siitä, millaiset toimintaedellytykset ja motiivit ohjaavat yritysjohdon talouspäätöksiä.

Tuloksenohjauksella tarkoitetaan johdon tilinpäätösraportoinnissa käyttämää harkintaa, jolla pyritään vaikuttamaan raportoinnin antamaan informaatioon (Healy & Wahlen 1999, Scott 2015). Ilmiön taustalla vaikuttaa agenttiteorian kuvaama informaation asymmetria, eli yrityksen johdon informaatioylivoima suhteessa omistajiin (Eisenhardt 1989). Informaatioylivoimansa turvin johto kykenee halutessaan järjestelemään raportoitavaa tulosta siten, että tulos on enemmän johdon omien intressien kuin omistajien vastaavien mukainen. Tätä motivoivat tyypillisesti mm. pääomamarkkinoiden odotukset, lainasopimusten erityisehdot ja verotukselliset syyt (Scott 2015). Lisäksi julkisen sektorin omistamien yhtiöiden tuloksenohjauksen taustalla saattavat vaikuttaa myös sellaiset päämäärät, joilla poliitikko pyrkii varmistamaan uudeleentalintansa tulevaisuudessa. (Shleifer & Vishny 1994; ks. Drew, 2018). Poliittisen taloustieteen näkökulmasta julkisomisteisten yhtiöiden yhtenä riskinä pidetään juuri sitä, että poliitikot sekaantuvat yhtiöiden johdon toimintaan (Garrone ym. 2003).

Tässä tutkimuksessa tilinpäätösraportoinnin laatua mitataan modifioitun Jonesin mallin virhetermin avulla (Dechow ym. 1995). Voimakkaasti negatiiviset tai positiiviset virhetermin arvot edustavat niitä yrityksiä, joissa tulosta ohjataan joko ylös- tai alaspäin. Vastaavasti lähellä nollaa olevat virhetermin arvot edustavat niitä yrityksiä, joissa tuloksenohjaus on vähäistä. Varsinainen tutkimus-

hypoteesien testaus perustuu logistiseen regressiomalliin, jossa tuloksenohjauksen ilmenemistä selitetään enemmistöomistajaan liittyvien muuttujien lineaarikombinaatiolla. Lisäksi malli estimoidaan myös vastinparimenettelyä käyttäen.

Empiirisessä aineistossa on 12 050 suomalaista yrityshavaintoa vuodelta 2016. Aineiston yrityksistä yksityisesti omistettuja on 11 624 ja julkisyhteisöjen omistamia 426. Yritys on määriteltävä yksityisen (julkisyhteisön) omistamaksi, mikäli yhtiön osakkeiden tuottamasta äänimäärästä yli 50% on yksityisen omistajan (julkisyhteisön) hallussa. Vastinparimenetelmän avulla muodostetaan toimiala-kannattavuus-vastinpari 95 prosentille julkisen sektorin omistamista yrityksistä. Näin ollen vastinparimenetelmän aineistossa on 810 yrityshavaintoa.

Käsillä olevan tutkimuksen empiiriset tulokset osoittivat, että julkisen sektorin omistamat yritykset harjoittavat vähemmän tuloksenohjausta kuin yksityisesti omistettut yhtiöt. Lisäksi tulosten perusteella havaittiin eroja julkisyhteisöjen omistamissa yhtiöissä siten, että kuntayhtiöissä tuloksenohjaus on vähäisempää kuin valtio-omisteisissa yhtiöissä. Tulokset antavat viitteitä siitä, että tuloksenohjaus ja sen taustalla olevat asymmetrisen informaation ongelmat ovat julkisomisteisia yhtiöitä enemmän yksityisomisteisten yhtiöiden piirre. Lisäksi julkisomisteisiin yhtiöihin liittyvät poliittisen taloustieteen mukaiset agenttiongelmien eivät näyttäisi korostuvan ainakaan tuloksenohjauksen muodossa. Kaikkein selkeimmin tämä näkyy kuntayhtiöissä, joissa tuloksenohjauksen määrä oli vähäisempää kuin yksityisissä tai valtio-omisteisissa yhtiöissä.

Tämän tutkimuksen perusteella ei voida kuitenkaan sanoa mitään siitä, ohjaavatko kuntaomisteiset yhtiöt tuloksiaan lainkaan tai onko tuloksenohjauksen määrässä tapahtunut viime vuosina muutoksia. Jatkossa olisi mielenkiintoista tutkia, miten tuloksenohjauksen määrä on muuttunut ajassa ja onko esimerkiksi yhtiöiden hallituskokoonpanoilla vaikutusta asiaan.



## 2 Teorettinen tausta ja hypoteesien kehittäminen

### 2.1 Kunta- ja valtio-omisteiset yhtiöt Suomen pk-yrityskentässä

Pienten ja keskisuurten yritysten merkitys Suomen talouskasvulle on suuri ja ne toimivat merkittävänä työllistäjänä niin Suomessa kuin koko Euroopan yhteisön alueella. Pieni ja keskisuuri yritys (pk-yritys) määritellään yritykseksi, jonka palveluksessa on vähemmän kuin 250 työntekijää ja jonka vuosiliikevaihto on enintään 50 miljoonaa euroa, tai taseen loppusumma on enintään 43 miljoonaa euroa (Euroopan yhteisö 2003). Kun tilastoista poistetaan kaikkein pienimmät ns. mikroyritykset<sup>2</sup>, vuonna 2016 Suomessa toimi n. 18 500 pk-yritystä. Suurin osa näistä yrityksistä toimii osakeyhtiömuodossa ja niiden tavoitteena on voiton tuottaminen omistajille, ellei yhtiöjärjestyksestä tai toimialamääräyksistä muuta ilmene (OYL 1:5 §).

Suurin osa suomalaisista osakeyhtiöstä on yksityisiä, mutta myös valtiolla on perinteisesti ollut Suomessa merkittävä rooli yritysten omistajana (Kankaanpää ym. 2014). Valtion laajan omistuksen syyt pohjautuvat historiaan ja Suomen myöhään tapahtuneeseen teollistumiseen sekä pääomien niukkuuteen (Pedersen & Thomsen 1997). Nykyisin valtio-omisteisten yhtiöiden joukko on hyvin heterogeeninen ja valtion omistajuus voi perustua mm. erityistehtävään, luonnolliseen monopoliin, strategiseen intressiin tai puhtaaseen finanssi-intressiin. Valtio-omisteiset yhtiöt ovat kooltaan hyvin erilaisia ja myös valtion omistusosuus vaihtelee 100 prosenttisesti omistetuista alle 10 prosentin vähemmistöosuuksiin (Oulasvirta ym. 2014).

Myös kunnat ovat siirtyneet tuottamaan monia palveluitaan osakeyhtiön muodossa ja vuonna 2015 Suomessa toimi kaikkiaan yli

2 100 kuntayhtiötä (Meklin & Pukki 2018). Kuntayhtiöiden<sup>3</sup> määrä on ollut viime vuosina kasvussa, minkä katsotaan johtuvan toiminnan tehostamispyrkimyksistä. Yhtiömuoto nähdään usein myös taloudellisesti tehokkaana tapana toteuttaa määrättyä kunnan tehtävää (Valkama ym. 2018). Toisaalta kunnilla on myös lain määräämä velvollisuus yhtiöittää lähtökohtaisesti kaikki sellainen toiminta, jossa kunta toimii kilpailuilla markkinoilla. Yhtiöittämisen erilaisista taustatekijöistä johtuen myös kuntayhtiöiden kenttä on valtio-omisteisten yhtiöiden tavoin hyvin heterogeeninen. Osa kuntayhtiöistä on puhtaasti voittoa tavoittelevia, osa toimii omakustannusperiaatteella ja osa hoitaa kunnalle kuuluvaa erityistehtävää (Penttilä ym. 2015).

### 2.2 Tuloksenohjaus

Tuloksenohjauksella (*Earnings Management*) tarkoitetaan johdon tilinpäätösraportoinnissa käyttämää harkintaa, jolla pyritään vaikuttamaan raportoinnin antamaan informaatioon (Dechow ym. 1995; Kasanen, Kinnunen & Niskanen 1996; Healy & Wahlen 1999). Tuloksenohjausta voidaan toteuttaa vaikuttamalla todellisiin kassavirtoihin (*real earnings management*) tai kirjanpidon eriin ja käytäntöihin (*accruals-based earnings management*). Kassavirtoihin voidaan vaikuttaa esimerkiksi kasvattamalla tilikauden lopussa valmisteverastoa tai siirtämällä tiedossa olevia korjaus-/kunnostusprojekteja haluttuun ajankohtaan (Healey & Wahlen 1999). Vastaavasti kirjanpidollista tuloksenohjausta voidaan toteuttaa kirjanpitoperiaatteiden valinnan (kuten esimerkiksi poistojen kirjanpidollisen käsittelytavan) kautta, mutta tällöin on kyse pysyvälounteisemmasta valinnasta, koska kirjanpitokäsittelyn alituinen muuttaminen ei ole mahdollista. Tyypillisimmin tuloksenohjausta tehdäänkin kirjanpidon toteuttamistavan kautta vaikut-

<sup>2</sup> Mikroyritys määritellään yritykseksi, jonka palveluksessa on vähemmän kuin 10 työntekijää ja liikevaihto enintään 2 miljoonaa euroa tai taseen loppusumma enintään 2 miljoonaa euroa (Euroopan yhteisö 2003).

<sup>3</sup> Kuntayhtiöllä tarkoitetaan sellaista osakeyhtiötä, jossa yhdellä tai useammalla kunnalla tai kuntayhtymällä on välittömästi tai välillisesti määräysvalta (Penttilä ym. 2015).

tamalla jaksotuksiin eli tuotto- ja kuluerien ajoitukseen<sup>4</sup> (Roychowdhury 2006). Mikäli yritys haluaa parantaa tilikauden tulostaan, johto voi pyrkiä siirtämään kulueriä seuraavalle tilikaudelle tai aikaistamaan seuraavan kauden tuottoja raportointikaudelle. Mikäli taas raportointikauden tulosta halutaan heikentää, toimitaan päinvastoin.

Tuloksenohjauksen taustalla vaikuttavat klassisen agenttiteorian mukaiset asymmetrisen informaation ongelmat eli moraalikato (*moral hazard*) ja haitallinen valikoituminen (*adverse selection*) (Eisenhardt 1989). Näistä moraalikato liittyy piilotettuihin toimiin ja se syntyy silloin, kun johdon toimet eivät ole havaittavissa tai tehdyllä toimella on johdolle ja omistajille erilainen merkitys. Haitallinen valikoituminen liittyy puolestaan piilotettuun informaatioon. Haitallisen valikoitumisen ongelma konkretisoituu tuloksenohjauksen yhteydessä silloin, jos johdolla on kannustin antaa omistajille ja muille sidosryhmille harhaanjohtava kuva yrityksen taloudellisesta suorituskyvystä tai vaikuttaa tilinpäätösluvuista riippuvaisiin sopimuksiin. Näistä ilmiöistä syntyvän informaatioylivoimansa turvin johto (agentti) pystyy ajamaan omia tavoitteitaan, jotka saattavat poiketa omistajien (päämies) tavoitteista. Moraalikadon ja haitallisen valikoitumisen ongelmat korostuvat erityisesti silloin, jos yhtiöllä on useita päämiehiä, eli tilanteessa, jossa yrityksen omistusrakenne on hajautunut (*multiple principle problem*). Mikäli päämiesten asettamat tavoitteet ovat ristiriidassa keskenään, se antaa johdolle enemmän tilaa käyttää omaa harkintavaltaansa (Shleifer & Vishny 1994; Garrone ym. 2013; Voorn ym. 2017).

Riippumatta siitä, onko yrityksen toiminta voittoa tavoittelevaa vai omakustannusperiaatteella tapahtuvaa, yrityksellä saattaa olla motiivi pyrkiä määrättyyn tulostasoon. Motiivit saattavat olla puhtaasti taloudellisia, mutta ne voivat olla myös poliittisia

(Shleifer & Vishny 1994). Poliittisen taloustieteen näkökulmasta julkisomisteisten yhtiöiden ongelmana pidetään usein sitä, että poliitikot sekaantuvat yhtiöiden johdon toimintaan (Garrone ym. 2003). Esimerkiksi vaalien lähestyessä poliitikko pyrkii varmistamaan uudelleenvalintansa tulevissa vaaleissa. Jos kunnallinen päättäjä on esimerkiksi voimakkaasti vaikuttanut siihen, että määrätty kunnallinen palvelu tuotetaan omakustannusperiaatteella toimivassa yhtiössä, hänellä on motiivi ohjata kuntayhtiön tulos mahdollisimman lähelle nollaa. Vaihtoehtoisesti julkinen yhtiö saattaa tavoitella toiminnallaan vain kohtuullista tuottoa, jolloin tuloksenohjauksen avulla voidaan pyrkiä estämään liian hyvän tuloksen raportointi.

### 2.3 Julkisen ja yksityisen omistajan suhde tuloksenohjaukseen

Suomalaiset pk-yritykset ovat perinteisesti olleet riippuvaisia pankkirahoituksesta (Suomen Pankki 2015). Suomen pankin tilastojen mukaan myös pk-yritysten lainoihin liitettävien sopimusvakuusehtojen (kovenanttien) käyttö on yleistä. Kovenantit liittyvät tyypillisesti mm. taloudellisten tunnuslukujen tasoihin, joihin voidaan vaikuttaa tuloksenohjauksen keinoin. Tuloksenohjauksen yhteys lainojen sopimusehtoihin on todettu sekä suomalaisella että kansainvälisillä aineistoilla tehdyissä tutkimuksissa (DeFond & Jiambalvo 1994; Sundgren 2007; Jha 2013).

Julkisomisteiset yhtiöt eivät välttämättä ole samalla tavoin riippuvaisia pankkirahoituksesta kuin yksityisesti omistetut. Julkisomisteisilla yhtiöllä on käytössään erityisluottolaitosten, kuten esimerkiksi kuntarahoituksen rahoituspalvelut, joiden kautta saatavan velkarahoituksen hinta on yleensä liikepankkien rahoitusta edullisempaa. Lisäksi mm. kuntarahoituksen luottoihin liittyy yleensä aina kunnan omavelkainen takaus, joten liikepankkirahoitukselle tyypillistä kovenanttijärjestelyä ei tarvita. Näin ollen voidaan olettaa,

<sup>4</sup> Suoriteperusteisen kirjanpidon tilikauden tulos muodostuu yhtiöltä kassavirroista ja toisaalta jaksotuksista. Harkinnanvaraisiin jaksotuksiin voidaan lukea mm. varaukset, takuuvaaheet, varastojen arvostus, sekä alaskirjausten ja uudelleenjärjestelyvarausten suuruus ja ajoitus. (Scott 2015).

että kovenantteihin liittyvät tuloksenohjauksen motiivit ovat tyypillisempiä yksityisomisteisille kuin julkisomisteisille yrityksille.

Tuloksenjärjestelyn on todettu olevan myös verolähtöistä (Goncharov & Zimmermann 2006; Badertscher ym. 2009; Sundvik 2017). Verolähtöisyys korostuu erityisesti Suomen kaltaisissa maissa, joissa kirjanpidon ja verotuksen sidonnaisuus on vahva (Leppiniemi & Walden 2017). Julkisomisteisen yhtiön verotuksellinen asema ei kuitenkaan ole täysin samanlainen kuin yksityisomisteisella yhtiöllä. Vaikkakaan esimerkiksi se, että kunta on yhtiön omistajana, ei sinällään vaikuta yhtiön verotukseen millään tapaa, yhteisövero ei ole kuntayhtiön omistajalle yhtä suuri menetys kuin yksityisen yhtiön omistajalle (Penttilä ym. 2015). Tämä johtuu siitä, että vaikka kunnan osakeyhtiö maksaa yhteisöveroa, yhtiön omistava kunta on myös veronsaaja, sillä valtio tilittää osan tuotosta kunnalle. Edellä esitettyihin näkökulmiin perustuen asetetaan tutkimuksen ensimmäinen hypoteesi:

$H_1$ : Tuloksenohjaus on yleisempää yksityisomisteisissa kuin julkisomisteisissä yhtiöissä.

Suhteessa kuntayhtiöihin, valtio-omisteisiin yhtiöihin kohdistuu enemmän valtakunnan tason huomiota, sillä tiedotusvälineet seuraavat valtio-omisteisia yhtiöitä tarkasti jo pelkästään niiden kansallisvarallisuuden kannalta keskeisen merkityksen vuoksi. Valtio-omisteisten yhtiöiden omistajaohjaus on keskitetty valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosastoon (Valtioneuvoston kanslia 2014). Sen sijaan kuntayhtiöiden osalta omistajaohjauksen käytänteet saattavat vaihdella eri kuntien kesken hyvinkin paljon. Joissain Suomen kunnissa omistajaohjaus saattaa olla kehittyntä ja systemaattista, mutta toisaalta monissa kunnissa omistajaohjauksen käytänteet ovat vasta hahmottumassa (Penttilä ym. 2015; ks. myös Rönkkö, 2015). Näin ollen valtionyhtiöihin kohdistuva laajempi huomio ja systemaattisempi omistajaohjaus lienee omiaan vähentämään tuloksenohjausta.

Edellä esitettyyn perustuen asetetaan tutki-

muksen toinen hypoteesi:

$H_2$ : Valtio-omisteisissa yhtiöissä tuloksenohjaus on vähäisempää kuin kuntayhtiöissä.

### 3. Mallit

#### 3.1 Modifioitu Jonesin malli

Tilinpäätösraportoinnin laadun mittarina käytetään modifioitua Jonesin mallia, jonka on todettu olevan yksi parhaista tuloksen laadun mittareista (Dechow et al. 1995 ja 2010). Malli perustuu tilinpäätöksen harkinnanvaraisiin jaksotuseroihin ja siinä selitetään yrityksen realisoimia jaksotuksia mallin antamalla jaksotuksilla. Mallin selitettävänä muuttujana on yhtiön tilikauden voittoon sisältyvien jaksotusten kokonaismäärä (*JAKSOTUKSET*). Muuttuja laskeetaan erien *Kirjanpidon tulos ennen satunnaiseriä* ja *Liiketoiminnan kassavirta* erotuksena ja erotus suhteutetaan taseen loppusummaan. Mallin oikea puoli kuvaa ei-harkinnanvaraisia jaksotuksia, jotka saadaan suhteuttamalla liikevaihdon rahavirtaperusteinen kasvu ( $\Delta$  *LIKEVAIHTO*) sekä pysyvien vastaavien kirjanpitoarvo (*VASTAAVAT*) taseen loppusummaan. Harkinnanvaraiset jaksotukset muodostuvat yrityksen realisoimien jaksotusten (jaksotusten kokonaismäärä) ja mallin antamien jaksotusten (ei harkinnanvaraiset jaksotukset) erotuksena. Tätä harkinnanvaraisten jaksotusten määrää (tuloksenohjausta) kuvaa mallissa virhetermi ( $e$ ) ja mallin ekonometrinen muoto on seuraava:

$$JAKSOTUKSET_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1(\Delta LIKEVAIHTO)_{i,t} + \alpha_3 VASTAAVAT_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\alpha_0 + \alpha_1(\Delta LIKEVAIHTO)_{i,t} + \alpha_3 VASTAAVAT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

#### 3.2 Hypoteesien testaus logistisella regressiomallilla

Edellä esitettyjen kahden tutkimushypoteesin testaukseen sopii logistinen regressioanalyysi, jossa selitetään kaksiluokkaista muuttujaa selitettävien muuttujien lineaarikombinaatiolla

(Z). Yllä kuvattu modifioitu Jonesin malli (1) estimoidaan poikkileikkausaineistossa. Mallin virhetermin nollaa lähellä olevat havainnot edustavat yrityksiä, joissa tuloksenohjaus on vähäistä. Sen sijaan sekä voimakkaasti negatiiviset että positiiviset virhetermin arvot edustavat yrityksiä, joissa tulosta ohjataan joko kyseisenä vuonna tai on ohjattu aiempaan vuonna, jonka seurauksena kokonaisjaksotukset saavat normaalista poikkeavan arvon myöhempänä vuonna. Näistä virhetermin piirteistä johtuen hypoteesien testaamista varten muodostetaan mallin (2) riippuva muuttuja (*TULOSEN OHJAUS*), joka saa arvon 1, mikäli yhtiön positiivinen (negatiivinen) virhetermi on ylittänyt positiivisten (negatiivisten) virhetermien keskiarvon ja muutoin arvon 0. Näin puolet yrityksistä luokitellaan niihin, jotka harjoittavat tuloksenohjausta ja jäljelle jäävä puolisko tuloksenohjausta harjoittamattomiin. Tämä empiirinen valinta johtaa poikkileikkausaineistossa yleensä siihen, että havaittu tuloksenohjauksen taso on riippuvainen otoksen muiden havaintojen tuloksenohjauksen määrästä.

Mallin (2) ekonometrinen muoto on seuraava:

$$P(\text{TULOSEN OHJAUS}) = \frac{1}{1 + e^{-Z}} \quad (2)$$

missä muuttuja ja (Z) saadaan seuraavasti:

$$Z = \beta_0 + \beta_1 \text{JULKINEN} + \beta_2 \text{KOKO} + \beta_3 \text{ROA} + \beta_4 \text{BIG4} + \beta_5 \text{BDO} + \sum_{k=6}^{21} \beta_k \text{TOIMIALA}_{7-k}$$

Lineaarikombinaation (Z) riippumattomat muuttujat ilmenevät yhtälön oikealta puolelta. Riippumaton päämuuttuja on (*JULKINEN*), joka saa arvon 1, jos yhtiön enemmistöomistajana on kunta tai valtio, ja muutoin arvon nolla. Hypoteesin kaksi testaamiseksi muuttuja (*JULKINEN*) jaetaan osatekijöihinsä (*KUNTA*) ja (*VALTIO*). Ne saavat arvon 1, kun yhtiön enemmistöomistajana on muuttujan nimessä mainittu julkinen taho ja muutoin arvon nolla.

Lisäksi lineaarikombinaatioon on sisällytetty yrityksen kokoon, kannattavuuteen, tilintarkastukseen ja toimialaan liittyvät kontrollimuuttujat. Yrityksen koon (*KOKO*) mitarina tutkimuksessa käytetään vuotuisen liikevaihdon luonnollista logaritmia. Isojen yritysten on todettu ohjaavan tulostaan pieniä yhtiötä vähemmän (Hagerman & Zmijewski 1979), joten tuloksen ohjauksen ja muuttujan (*KOKO*) yhteyden oletetaan olevan negatiivinen. Myös kannattavuus vaikuttaa kokonaisjaksotuksiin (Holthausen, Lareker & Sloan, 1995; Kothari, Leone & Wasley, 2005). Kannattavuus (*ROA*) on mitattu jakamalla tilikauden tulos ennen veroja ja rahoituseriä taseen loppusummalla.

Mikäli yrityksen tilintarkastajana toimii joku neljästä isosta tilintarkastustoimistosta (Deloitte, EY, KPMG tai PWC), muuttuja (*BIG4*) saa arvon 1 ja muutoin arvon 0. Tilintarkastusta käsittelevissä tutkimuksissa on löydetty tukea sille, että isojen tilintarkastustoimistojen tarkastuslaatu on muita parempi (Eshleman & Guo 2014). Näin ollen tuloksen ohjauksen ja muuttujan (*BIG4*) yhteyden oletetaan olevan negatiivinen.

Mikäli yrityksen tilintarkastuksesta vastaa BDO Auditor, muuttuja (*BDO*) saa arvon 1 ja muutoin arvon nolla. BDO on erikoistunut Suomessa julkisen sektorin tarkastuksiin ja se on markkinajohtaja mm. kuntien ja kuntayhtymien tilintarkastuksessa (Boone ym. 2010). Näin ollen tuloksenohjauksen ja muuttujan (*BDO*) yhteyden oletetaan olevan negatiivinen. Lisäksi mallissa kontrolloidaan viiden toista päätoimialan vaikutus erillisen toimialamuuttujan avulla (*TOIMIALA*). Täydellisen multikollineaarisuuden estämiseksi yhdestä päätoimialoista (*KULJETUS*) ei olla muodostettu erillistä kontrollimuuttujaa.

Yllä esitetyn kaavan (2) mukainen regressio tehdään myös vastinparitestinä, sillä Holthausen ym. (1995) ja Kothari ym. (2005) mukaan modifioitun Jonesin mallin kyky mitata tuloksenohjausta paranee, kun mallissa huomioidaan toimialat ja kannattavuus.

## 4 Aineisto

### 4.1 Aineiston muodostaminen

Tutkimusaineiston haku on tehty Orbis-tietokannasta kesäkuussa 2018. Haku kohdistettiin suomalaisiin EU:n mikroyritysten kokorajat ylittäviin osakeyhtiöihin, jotka ovat EU:n kokomäärittysten mukaan pieniä tai keskiuuria yrityksiä. Alustavan aineiston määräksi muodostui 12 433 yrityshavaintoa, joista on löydettävissä tilinpäätöstiedot yllä esitettyihin regressiomalleihin (1) ja (2). Normaalin käytännön mukaisesti (ks. esim. Van Tendeloo & Vanstraelen, 2008) aineistosta karsitaan pankki- ja vakuutustoimialan yhtiöt (383 kpl), sillä niiden raportointi poikkeaa olennaisesti muista toimialoista. Karsinnan jälkeen tutkimuksen empiirisessä aineistossa on 12 050 yrityshavaintoa vuodelta 2016. Näistä yksityisesti omistettuja yrityksiä on 11 624 ja julkisyhteisöjen omistamia 426.

Koska tämän tutkimuksen hypoteesien mukaan empiirisessä tarkastelussa keskitytään tarkastelemaan julkisen sektorin omistamien ja yksityisesti omistettujen yritysten eroja, edellisten osa-aineistojen erot ja yhtäläisyydet pyritään tunnistamaan liittyen sekä yritysten toimialaan että yritysten muihin piirteisiin. Ensimmäinen tarkastelu kohdistetaan yritysten toimialajakaumiin käyttäen apuna Euroopan Unionin virallista toimialaluokittelua, josta Suomen tilastokeskus käyttää nimitystä ”Toimialaluokitus 2008”. Se jakaa yritykset 17 päätoimialaan, jotka on nimetty kirjaimin A-U. Tämän tutkimuksen aineistossa ovat edustettuna kaikki muut päätoimialat paitsi toimialat T (Kotitalouksien toiminta työnantajina; kotitalouksien eriyttämätön toiminta tavaroiden ja palvelujen tuottamiseksi omaan käyttöön) ja U (Kansainvälisten organisaatioiden ja toimielinten toiminta). Koska yksityisesti omistettujen yhtiöiden otoksessa ei ollut yhtään havaintoa luokassa O (Julkinen hallinto ja maanpuolustus; pakollinen sosiaalivakuutus), luokat N (Hallinto- ja tukipalvelutoiminta) ja O yhdistettiin toimialaksi N\_O (Hallinto). Tämä mahdollisti julkisen- ja yksityisen sektorien

omistamien yhtiöiden välisen toimialavertailun otoksen kaikkien yritysten osalta.

Toimialojen määrittely on tärkeä tämän tutkimuksen empiiristen testien toteutuksen kannalta, sillä edellisessä luvussa kuvatut empiiriset testit tehdään ensin koko aineistolla ja sen jälkeen ne toistetaan Kothari ym. (2005) jäljitellen vastinpariaineistolla, jossa vastinparit muodostetaan toimialoittain. Kultakin julkisesti omistetun yrityksen toimialalta valitaan yksityisesti omistettu vastinpari, joka edustaa samaa kannattavuuskvintiliä kuin julkisen sektorin omistama. Tämän menetelmän avulla löydetään toimiala-kannattavuus-vastinpari 95%:lle (405 kpl) julkissektorin omistamista yrityksistä ja siten syntyy 810 yrityshavainnon vastinpariaineisto empiirisiä testejä varten.

### 4.2. Muuttujien jakaumat ja korrelaatiot

Taulukon 3 paneeleissa A ja B esitetään empiirisissä testeissä käytettyjen muuttujien jakaumien keskiarvo, mediaani ja keskihajonta. Paneelissa A esitetään ensin koko otoksen jakaumat ja sitten erikseen yksityisesti omistettujen yritykset ja julkisen sektorin omistamat yritykset. Lopuksi esitetään edellä mainittujen kahden ryhmän keskiarvojen ero ja *t*-testiin perustuva ryhmien (yksityisesti omistettu verrattuna julkisen sektorin omistama) keskiarvojen ero.

Paneelista A voidaan havaita, että modifioidussa Jonesin mallissa käytetyistä kolmesta muuttujasta (kokonaisjaksotukset, myynnin rahavirtaperusteinen muutos ja pysyvien vastaavien taso) vain pysyvien vastaavien taso (*VASTAAVAT*) poikkeaa merkitsevästi ryhmien välillä. Siten julkisen sektorin omistamisessa yrityksissä pysyvien vastaavien suhteellinen osuus on korkeampi kuin yksityisesti omistetuissa. Hypoteesien testaamisen kannalta keskeinen muuttuja (*TULOSENHOJAUS*) on selkeästi korkeampi yksityisesti omistetuilla yhtiöillä (0.512) kuin julkissektorin omistamilla yhtiöillä (0.174). Tämä antaa alustavaa tukea hypoteesille H1. Muuttujat (*KUNTA*) (0.887) ja (*VALTIO*) (0.113) esiintyvät määritelmänsä mukaisesti

vain julkisen sektorin omistamien yritysten ryhmässä (*JULKINEN*). Niiden keskiarvot kertovat, että otoksen julkissektorin omistamista yhtiöistä 89% on kuntien ja 11% valtion omistamia.

Suhteessa yksityisesti omistettuihin yhtiöihin julkissektorin omistamat yhtiöt ovat suurempia (*KOKO* 8.918 vs. 8.563), heikommin kannattavia (*ROA* 4.379 vs. 11.060), käyttävät useammin *BIG4* tilintarkastajaa (*BIG4* 0.545 vs. 0.406) ja julkissektoriin erikoistuneen *BDO*-tilintarkastusyhteisön tilintarkastuspalveluja (*BDO* 0.383 vs. 0.034). Lisäksi seuraavilla toimialoilla julkissektorin omistamia yhtiöitä on suhteellisesti enemmän (vähemmän): energia, vesi- ja jätehuolto, kiinteistöyhtiöt, opetus, viihde, muut palvelut (maanviljelys, tuotanto, rakentaminen, jakelu, informaatio, asiantuntijat).

Taulukon 3 paneelissa B esitetään testeissä käytettyjen muuttujien jakaumat vastinpariaineiston osalta. Siitä havaitaan, että vastinpariaineistossa modifioidun Jonesin mallin muuttujien keskiarvot eivät poikkea toisistaan. Muuttujan (*TULOSENHOJAUS*) keskiarvo on edelleen suurempi yksityisesti omistetuilla yrityksillä (0.306 vs. 0.178), joka antaa alustavaa tukea hypoteesille H1. Vastinpariaineiston toimialojen suhteellisissa osuuksissa eroja ei ole.

Taulukossa 4 esitetään Pearsonin korrelaatiot sekä koko otoksen että vastinpariotoksen osalta. Siitä havaitaan, että (*TULOSENHOJAUS*) korreloi koko otoksessa negatiivisesti (*JULKISEN SEKTORIN*) ja (*KUNNAN*) kanssa (-0.118 ja -0.126 vastaavasti). Vastinpariaineistossa edelliset negatiiviset korrelaatiot säilyvät, mutta lisäksi (*VALTIO*) on positiivisesti (0.088) korreloitunut (*TULOSENHOJAUS*)- muuttujan kanssa. Yrityksen (*KOKO*), (*BIG4*) -tilintarkastusyhteisö ja (*BDO*) -tilintarkastusyhteisö (*ROA*) korreloivat negatiivisesti (positiivisesti) (*TULOSENHOJAUS*) - muuttujan kanssa.

## 5. Tulokset

Taulukossa 5 on esitetty modifioidun Jonesin mallin tulokset. Malli on kokonaisuudessaan tilastollisesti merkitsevä (F-arvo 21471,3 ja p-arvo <.001). Sen selitysaste on hyvä (adj.

$R^2$  0.781) verrattuna aiempiin tuloksiin, jotka ovat tyypillisesti olleet 12% - 20% (Dechow ym, 2010). Mallin regressiokerroin rahavirtaperusteiselle myynnin kasvulle on odotetusti positiivinen (0.186) ja pysyvien vastaavien regressiokerroin on odotetusti negatiivinen (-4.421).

Taulukossa 6 esitetään hypoteesien testaukseen liittyvät tulokset. Ne esitetään kahden tilastollisen mallin avulla. Ensimmäisessä tarkastellaan julkista sektoria kokonaisuutena (H1), toisessa se jaetaan osiinsa: kuntiin ja valtioon (H2). Molemmista tilastollisista malleista empiiriset testit suoritetaan käyttäen sekä koko aineistoa että vastinpariaineistoa.

Empiiriset tulokset antavat tukea H1:lle sekä koko aineistoa että vastinpariaineistoa käytettäessä. Tämä havaitaan siitä, että muuttuja (*JULKINEN*) saa negatiivisen regressiokertoimen (koko otos -0.914 ja vastinpariaineisto -0.682).

Hypoteesi H2 ennusti, että valtio-omisteisissa yhtiöissä tuloksenohjaus on vähäisempää kuin kuntien omistamisissa. H2 ei saa tukea, sillä muuttujan (*VALTIO*) regressiokerroin ei ole tilastollisesti merkitsevä koko aineiston eikä vastinpariaineiston osalta (p-arvo 0.161 ja 0.776). Näin ollen tuloksenohjaus valtio-omisteisissa yhtiöissä ei poikkea tuloksenohjauksesta yksityisissä yrityksissä. Sen sijaan muuttujan (*KUNTA*) regressiokertoimet ovat negatiivisia koko otoksesta estimoituna (-1.032) ja vastinpariaineistosta estimoituna (-0.812). Näin ollen kuntien tuloksenohjaus on sekä yksityisesti omistettuja että valtion omistamia yhtiöitä vähäisempää. Yrityksen koko pienentää ja kannattavuus kasvattaa tuloksenohjausta koko aineistossa, mutta ei vastinpariaineistossa.

## 6. Pohdinta ja päätelmät

Tutkimuksessa tarkasteltiin julkisen sektorin omistamien pk-yhtiöiden tuloksenohjausta logistisen regressiomallin avulla. Empiirinen aineisto koostui 12 050 yritysvuosihavainnosta vuodelta 2016. Tutkimuksen ensimmäisessä vaiheessa mallia testattiin koko aineistossa ja

toisessa vaiheessa toimialoittain muodostetussa vastinpariaineistossa.

Tutkimuksen ensimmäinen hypoteesi, jonka mukaan julkisen sektorin omistamat yhtiöt harjoittavat vähemmän tuloksenohjausta kuin yksityisesti omistettut, sai empiiristä tukea. Tulos on linjassa aikaisempien tutkimustulosten kanssa, joiden mukaan tuloksenohjaukseen motivoivat mm. verosuunnittelu ja velkarahoitukseen liittyvät kovenanttiehdot. Yksityisomisteiset pk-yritykset ovat julkisomisteisia yhtiötä riippuvaisempia pankkien myöntämistä luotoista ja luottoihin liitettävistä kovenanteista. Kovenantit liittyvät tyypillisesti mm. taloudellisten tunnuslukujen tasoihin, joihin voidaan vaikuttaa tuloksenohjauksen keinoin. Lisäksi yksityisomisteisten yhtiöiden verotukselliset motiivit ohjata tulosta ovat julkisomisteisia suuremmat, sillä julkisomisteiselle yhtiölle yhteisövero ei ole samanlainen menetys kuin yksityisomisteiselle.

Tutkimuksen toinen hypoteesi, jonka mukaan valtio-omisteisissa yhtiöissä tuloksenohjaus on vähäisempää kuin kuntien omistamissa yhtiössä, ei saanut empiiristä tukea. Sen sijaan tulokset osoittivat, että kuntien omistamissa yhtiössä tuloksenohjaus on vähäisempää kuin valtio-omisteisissa tai yksityisomisteisissa yhtiöissä.

Tulokset antavat viitteitä siitä, että tuloksenohjaus ja sen taustalla olevat asymmetrisen informaation ongelmat liittyvät pikemminkin yksityisomisteisiin kuin julkisomisteisiin yhtiöihin. Lisäksi poliittisen taloustieteen tunnistama ongelma poliittisten päättäjien sekaantumisesta julkisomisteisten yhtiöiden toimintaan ei korostu ainakaan tuloksenohjauksen muodossa. Toisaalta tuloksia ei pidä tulkita siten, että kuntien omistamissa yhtiöissä ei olisi lainkaan tuloksenohjausta. Kuten esimerkiksi Drew (2018) ja Stalebrink (2007) ovat näyttäneet, tuloksenohjausta voi havaita myös paikallishallinnossa, joskin on huomattava heidän tarkastelleen paikallishallinnon omistamien yritysten sijaan paikallishallintoa yleisemmin. Käsillä olevan tutkimuksen perusteella voidaankin todeta vain se, että tarkasteltaessa suomalaista kontekstia tuloksenohjaus on kuntaomisteisissa yhtiöissä vähäisempää kuin yksityisesti omistetuissa tai

valtio-omisteisissa yhtiöissä.

Vaikka tässä tutkimuksessa hyödynnetyt tuloksenohjauksen havaitsemiseen käytetyt testit ovat tutkimuskirjallisuudessa yleisesti hyväksyttyjä ja niitä pidetään luotettavimpina vaihtoehtoisista malleista (Dechow ym. 1995), liittyä tuloksenohjausta estimoiviin malleihin aina epätarkkuutta. On huomattava, että tämän tutkimuksen aineisto koostui ainoastaan yhden vuoden havainnoista. Näin ollen tutkimustulosten perusteella ei voida ottaa kantaa siihen, onko yritysten tuloksenohjausaktiviteetissa tapahtunut muutoksia. Olisi mielenkiintoista tutkia, miten tuloksenohjauksen määrä on muuttunut ajassa ja onko esimerkiksi kuntayhtiöiden hallituskokoonpanoilla vaikutusta asiaan. Lisäksi tässä tutkimuksessa tuloksenohjausta tarkasteltiin ainoastaan jaksotusten näkökulmasta. Tulosten luotettavuuden kannalta olisi tärkeää, että tulevaisuuden tuloksenohjaustutkimuksissa synnytettäisiin lisäevidenssiä tuloksenohjauksesta julkisen sektorin omistamissa pienissä ja keskiuurissa yhtiöissä. Aiempi tutkimuskirjallisuus on viime vuosina kiinnittänyt jossain määrin huomiota paikallishallinnon käyttämään tuloksenohjaukseen yleisemmin (ks. Drew, 2018; Stalebrink, 2007), mutta julkisen sektorin omistamien pk-yritysten osalta aihe on saanut rajallisesti huomiota kirjallisuudessa. Yksi mahdollisuus aihepiirin ymmärryksen lisäämiselle olisi tutkimusasetelman laajentaminen kansainväliseksi vertailuasetelmaksi esimerkiksi eri Pohjoismaiden välillä. Kotimaisella aineistolla asiaa voisi tarkastella perehtymällä syvällisemmin kuntien ominaispiirteiden kuten asukasluvun, kunnan taloudellisen aseman ja poliittisten voimasuhteiden merkitykseen asian kannalta.

Kokonaisuutena tässä suomalaisten pienten ja keskiuurten osakeyhtiöiden tuloksenohjausta käsitelleessä tutkimuksessa on havaittu, että tässä kokoluokassa julkisen sektorin omistamissa yrityksissä harjoitetaan vähemmän tuloksenohjausta kuin yksityisesti omistetuissa. Lisäksi julkisen sektorin osalta kuntien omistamissa pk-yhtiöissä havaittiin tapahtuvan vähemmän tuloksenohjausta kuin valtio-omisteisissa. Näiden havaintojen perusteella agenttiteorian mukaisia informaatio-

epätasapainon ongelmia, moraalikatoa ja haitallista valikoitumista, voisi ajatella esiintyvän vähemmän julkisen sektorin omistamissa kuin yksityisesti omistetuissa yhtiöissä. Tämän tutkimuksen rajoitteiden ja aiemman tutkimustiedon rajallisuuden myötä aihepiiriä olisi syytä tarkastella syvemmin tulevissa tutkimushankkeissa.

## Lähteet

- Ahmed, A. & Duellman, S. (2007). Accounting conservatism and board of directors' characteristics: an empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* 43, 411–437.
- Badertscher, B.A., Phillipis, J.D., Pincus, M. & Rego, S.O. (2009). Earnings Management Strategies and the Trade-off between Tax Benefits and Detection Risk: To Conform or Not to Conform. *The Accounting Review*, 84 (1), 63 – 67.
- Boone, J., Khurana, I. & Raman, K. (2010). Do the Big 4 and the Second-tier firms provide audits of similar quality? *Journal of Accounting and Public Policy*, 29, 330–352.
- Dechow P.M. Sloan, R.G. and Sweeney. A. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70 (2), pp. 193–225.
- Dechow, P. M., Ge, W. & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 344 – 401.
- Defond, M. L. & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17 (1-2), 145 – 176.
- Drew, J. (2018). Playing for keeps: local government distortion of depreciation accruals in response to high-stakes public policy-making. *Public Money & Management*, 38(1), 57–64.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14 (1), 57–74.
- Eshleman, J. & Guo, P., (2014). Abnormal Audit Fees and Audit Quality: The Importance of Considering Managerial Incentives in Tests of Earnings Management. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 33 (1), pp. 117–138.
- Euroopan Yhteisö (2003). *Mikroyritysten sekä pienten ja keskisuurten yritysten määritelmästä*. Komission suositus 361/2003, Euroopan yhteisöjen komissio.
- Garrone, P., Grilli, L. & Rousseau, X. (2013). Management Discretion and Political Interference in Municipal Enterprises. Evidence from Italian Utilities. *Local Government Studies*, 39 (4), 514–540.
- Goncharov, I., & Zimmermann, J. (2006). Earnings management when incentives compete: the role of tax accounting in Russia. *Journal of International Accounting Research*, 5(1), 41–65.
- Hagerman, R. & Zmijewski, M. (1979). Some Economic Determinants of Accounting Policy Choice. *Journal of Accounting and Economics*, 1 (2), 141 – 161.
- Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi. HE 624/2006 vp.
- Healy, P. M. & Wahlen, J. M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Settings. *Accounting Horizons*, 13, 365–383.
- Holthausen, R., Larcker, D. & Sloan, R., (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 19, 29–74.
- Jha, A. (2013). Earnings Management Around Debt Covenant Violations- An Empirical Investigation Using a Large Sample of Quarterly Data. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 28 (4), 369 – 396.
- Kankaanpää J., Oulasvirta L. & Wacker J. (2014). Steering and Monitoring Model of State-Owned Enterprises. *International Journal of Public Administration*, 37 (7), 409–423.
- Kasanen, E., Kinnunen, J. & Niskanen, J. (1996). Dividend Based Earnings Management: Empirical Evidence from Finland. *Journal of Accounting and Economics*, 22, 283–312.
- Kothari, S., Leone, A. & Wasley, C. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163–197.
- Leppiniemi, J., & Walden, R. (2018). Tilinpäätös- ja verosuunnittelu. Alma Talent Oy.
- Meklin, P. & Pukki, H. (2018). *Kuntien moninaiset kuntakonsernit – Kuntakonsernien yhteisö rakenne ja emokunnan osuus kuntakonsernin taloudesta ARTTU2-tutkimuskunnissa*. Arttu2-tutkimusohjelman julkaisusarja, 3/2018. Kuntaliitto.
- Oulasvirta, L., Kankaanpää J. & Wacker J. (2014). Reporting of State-Owned Enterprises for Parliamentary Supervision. *Hallinnon Tutkimus* 33 (1), 39–53.
- Pedersen, T. & Thomsen, S. (1997). European patterns of corporate ownership: A twelve-country study. *Journal of International Business Studies*, 28 (4).
- Penttilä S., Ruohonen J., Uoti A. ja Vahtera V. (2015). *Kuntayhtiöt Lainsäädännön ristiaallokossa*. KAKS – Kunnallissalan Kehittämissätiö. Vammalan Kirjapaino Oy Sastamala.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335 – 370.
- Rönkkö, J. (2015). Sisäinen tarkastus osana kunnan johtamis- ja valvontajärjestelmää: empiirinen tutkimus sisäisen tarkastuksen olemassaolosta suomalaisissa yli 10.000 asukkaan kunnissa. *Kunnallistieteellinen aikakauskirja*, 43(1), 7–22.



- Scott, W. (2015). *Financial accounting theory*. 7<sup>th</sup> edition, Pearson. Toronto.
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1994). Politicians and Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 109 (4), pp. 995-1025.
- Stalebrink, O.J. (2007). An investigation of discretionary accruals and surplus-deficit management: Evidence from Swedish municipalities. *Financial Accountability & Management*, 23(4), 441-458.
- Sundgren, S. (2007). Earnings Management in Public and Private Companies – Evidence from Finland. *The Finnish Journal of Business Economics*, 1/2007, 35 – 63.
- Sundvik, D. (2017) a Book-tax conformity and earnings management in response to tax rate cuts. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 28, 31 – 42.
- Suomen Pankki (2015). Euro & talous 2/2015.
- Valkama, P., Kankaanpää, J. & Anttiroiko, A-V. (2018). Financial and structural impacts of quasi-marketization of the Helsinki Metropolitan Area's bus services. *Case Studies on Transport Policy* 6, pp. 246-256.
- Valtioneuvoston kanslia. (2014). *Omistus, omistajaohjaus ja määräysvalta suurissa suomalaisyrityksissä*. Valtioneuvoston kanslian raporttisarja 5/2014. Valtioneuvoston kanslia.
- Van Tendeloo, B. & Vanstraelen, A. (2008). Earnings Management and Audit Quality in Europe: Evidence from the Private Client Segment Market, *European Accounting Review*, 17 (3), 447-469.
- Vinnari, E. & Näsi, S. (2013). Financial and technical competence of municipal board members: Empirical evidence from the water sector. *Critical Perspectives on Accounting*, 24, 488-501.
- Voorn B., van Genugten M.L. & van Thiel S. (2017). The efficiency and effectiveness of municipally owned corporations: a systematic review. *Local Government Studies*, 43 (5), 820-841.

Taulukko 1. Otoksen muodostuminen

Selite	n
Orbis tietokannasta poimitut yrityshavainnot pienistä ja keskisuurista yrityksistä (mutta ei mikroyrityksistä), joilta saatavilla testeissä käytetty tilinpäätösinformaatio	12 433
Poistetaan yrityshavainnot, jotka ovat pankki- ja vakuutusyhtiötoiminnassa	-383
Otos yhteensä	12 050
Kokonaisotos jakaantuu:	
Julkisen sektorin omistamia	426
Yksityisesti omistettuja	11 624
Vastinpariotos	
Julkisen sektorin omistamia	405
Yksityisesti omistettuja	405

Taulukko 2. Malleissa käytetyt muuttujat

Muuttuja	Kuvaus
<i>JAKSOTUKSET</i>	Jaksotusten kokonaismäärä (Kirjanpidon tulos ennen satunnaiseriä - Liiketoiminnan kassavirta) /Taseen loppusumma
<i>Δ LIIKEVAIHTO</i>	Liikevaihdon rahavirtaperusteinen kasvu / taseen loppusumma
<i>VASTAAVAT</i>	Pysyvien vastaavien kirjanpitoarvo/Taseen loppusumma
<i>TULOSENHJAUS</i>	Luokkamuuttuja, joka saa arvon 1, mikäli tuloksenohjaus on korkeaa, ja muuten 0.
<i>JULKINEN</i>	Luokkamuuttuja, joka saa arvon 1, mikäli yhtiön enemmistöomistajana on valtio tai kunta, ja muuten 0.
<i>VALTIO</i>	Luokkamuuttuja, joka saa arvon 1, mikäli yhtiön enemmistöomistajana on valtio ja muuten 0.
<i>KUNTA</i>	Dummy- muuttuja, joka saa arvon 1, mikäli yhtiön enemmistöomistajana on kunta ja muuten 0.
<i>KOKO</i>	Yrityskoon kontrollimuuttuja (Vuotuisen liikevaihdon luonnollinen logaritmi)
<i>ROA</i>	Koko pääoman tuotto prosentti (Tulos ennen veroja ja rahoituseriä jaettuna taseen loppusummalla)
<i>BIG4</i>	Luokkamuuttuja, joka saa arvon 1, mikäli yhtiön tilintarkastaja toimii iso tilintarkastustoimisto (Deloitte, EY, KPMG, PWC), muuten 0.
<i>BDO</i>	Luokkamuuttuja, joka saa arvon 1, mikäli yhtiön tilintarkastaja toimii julkisyhteisöjen tarkastuksiin erikoistunut BDO Auditor.

Taulukko 3, paneeli A. Koko otoksen muuttujien jakaumien kuvaus

	Kaikki havainnot (n = 12 050)			Yksityisesti omistettut (n = 11 624)			Julkisen sektorin omistamat (n = 426)			p-arvo
	Keskiarvo	Med	Keskih.	Keskiarvo	Med	Keskih.	Keskiarvo	Med	Keskih.	
<b>Jaksotukset</b>	0.366	-0.029	24.260	0.377	-0.028	24.690	0.073	-0.043	3.600	0.291
<b>Myyntin m.</b>	3.710	0.074	117.600	3.715	0.083	119.300	3.562	0.007	51.210	0.955
<b>Pys.vast.</b>	0.406	0.300	0.437	0.394	0.290	0.432	0.743	0.882	0.438	<.001
<b>Tuloksenohj</b>	0.500	0.500	0.500	0.512	1.000	0.500	0.174	0.000	0.395	<.001
<b>Kunta</b>	0.031	0.000	0.125	0.000	0.000	0.000	0.887	0.000	0.317	<.001
<b>Valtio</b>	0.004	0.000	0.063	0.000	0.000	0.000	0.113	0.000	0.317	<.001
<b>Koko</b>	8.576	8.382	0.847	8.563	8.370	0.844	8.918	8.795	0.879	<.001
<b>ROA</b>	10.820	8.445	14.050	11.060	8.789	14.160	4.379	2.988	8.472	<.001
<b>BIG4</b>	0.411	0.000	0.533	0.406	0.000	0.534	0.545	1.000	0.499	<.001
<b>BDO</b>	0.047	0.000	0.211	0.034	0.000	0.182	0.383	0.000	0.487	<.001
<b>Maanvilj.</b>	0.017	0.000	0.130	0.018	0.000	0.131	0.005	0.000	0.068	<.001
<b>Kaivost.</b>	0.004	0.000	0.060	0.004	0.000	0.059	0.005	0.000	0.068	<.001
<b>Tuotanto</b>	0.171	0.000	0.376	0.177	0.000	0.382	0.005	0.000	0.068	<.001
<b>Energia</b>	0.018	0.000	0.132	0.010	0.000	0.098	0.237	0.000	0.426	<.001
<b>Vesijäte</b>	0.011	0.000	0.104	0.009	0.000	0.092	0.075	0.000	0.264	<.001
<b>Rakentamin.</b>	0.146	0.000	0.353	0.150	0.000	0.357	0.035	0.000	0.185	<.001
<b>Jakelu</b>	0.273	0.000	0.446	0.283	0.000	0.450	0.009	0.000	0.097	<.001
<b>Kuljetus</b>	0.070	0.000	0.255	0.070	0.000	0.255	0.073	0.000	0.260	0.811
<b>Majoitus</b>	0.025	0.000	0.156	0.025	0.000	0.156	0.021	0.000	0.144	0.611
<b>Informaatio</b>	0.049	0.000	0.216	0.050	0.000	0.218	0.026	0.000	0.159	0.002
<b>Kiinteistöyht</b>	0.043	0.000	0.203	0.035	0.000	0.183	0.275	0.000	0.447	<.001
<b>Asiantuntijat</b>	0.081	0.000	0.274	0.083	0.000	0.275	0.049	0.000	0.217	0.002
<b>Hallinto</b>	0.049	0.000	0.217	0.049	0.000	0.216	0.056	0.000	0.231	0.505
<b>Opetus</b>	0.008	0.000	0.088	0.007	0.000	0.081	0.042	0.000	0.201	<.001
<b>Terveys</b>	0.023	0.000	0.149	0.022	0.000	0.148	0.028	0.000	0.166	0.477
<b>Viihde</b>	0.009	0.000	0.095	0.008	0.000	0.088	0.042	0.000	0.201	<.001
<b>Muut palv.</b>	0.004	0.000	0.06	0.003	0.000	0.056	0.016	0.000	0.127	0.032

Taulukko 3, paneeli B. Vastinpariotoksen kuvaus

	Kaikki havainnot (n = 810)				. Yksityisesti omistettut (n = 405)				Julk. sektorin omistamat (n = 405)				p-arvo
	Keskiarvo	Med	Keskih.		Keskiarvo	Med	Keskih.		Keskiarvo	Med	Keskih.	Ero	
Jakotukset	-0.047	-0.042	1.040	0.001	-0.040	0.001	0.910	-0.095	-0.043	1.154	0.096	0.188	
Myyntin m.	5.859	0.007	87.920	7.980	0.007	112.800	3.738	0.007	52.510	4.242	0.493		
Pys.vast.	0.710	0.809	0.544	0.683	0.700	0.626	0.736	0.880	0.446	-0.053	0.171		
Tuloksenohj	0.280	0.000	0.449	0.360	0.000	0.481	0.200	0.000	0.400	0.160	<.001	***	
Kunta	0.443	0.000	0.497	0.000	0.000	0.000	0.886	1.000	0.318	-0.886	<.001	***	
Valtio	0.059	0.000	0.236	0.000	0.000	0.000	0.119	0.000	0.324	-0.119	<.001	***	
Koko	8.778	8.605	0.905	8.646	8.383	0.910	8.910	8.776	0.882	-0.264	<.001	***	
ROA	4.119	2.900	9.422	4.114	2.933	10.340	4.123	2.881	8.421	-0.009	0.989		
BIG4	0.542	1.000	0.499	0.536	1.000	0.499	0.548	1.000	0.498	-0.012	0.725		
BDO	0.243	0.000	0.429	0.106	0.000	0.308	0.38	0.000	0.486	-0.202	<.001	***	
Maanvilj.	0.005	0.000	0.070	0.005	0.000	0.070	0.005	0.000	0.070	0.000	1.000		
Kaivost.	0.005	0.000	0.070	0.005	0.000	0.070	0.005	0.000	0.070	0.000	1.000		
Tuotanto	0.005	0.000	0.070	0.005	0.000	0.070	0.005	0.000	0.070	0.000	1.000		
Energia	0.202	0.000	0.402	0.202	0.000	0.402	0.202	0.000	0.402	0.000	1.000		
Vesi,jäte	0.074	0.000	0.262	0.074	0.000	0.262	0.074	0.000	0.262	0.000	1.000		
Rakentamin.	0.037	0.000	0.189	0.037	0.000	0.189	0.037	0.000	0.189	0.000	1.000		
Jakelu	0.010	0.000	0.099	0.010	0.000	0.099	0.010	0.000	0.099	0.000	1.000		
Kuljetus	0.077	0.000	0.266	0.077	0.000	0.266	0.077	0.000	0.266	0.000	1.000		
Majoitus	0.022	0.000	0.147	0.022	0.000	0.148	0.022	0.000	0.148	0.000	1.000		
Informaatio	0.027	0.000	0.163	0.027	0.000	0.163	0.027	0.000	0.163	0.000	1.000		
Kiinteistöyht	0.289	0.000	0.454	0.289	0.000	0.454	0.289	0.000	0.454	0.000	1.000		
Asiantuntijat	0.052	0.000	0.222	0.052	0.000	0.222	0.052	0.000	0.222	0.000	1.000		
Hallinto	0.059	0.000	0.236	0.059	0.000	0.236	0.059	0.000	0.236	0.000	1.000		
Opetus	0.044	0.000	0.206	0.044	0.000	0.206	0.044	0.000	0.206	0.000	1.000		
Terveys	0.030	0.000	0.17	0.03	0.000	0.170	0.030	0.000	0.170	0.000	1.000		
Viihde	0.044	0.000	0.206	0.044	0.000	0.206	0.044	0.000	0.206	0.000	1.000		
Muut palv.	0.017	0.000	0.13	0.017	0.000	0.130	0.017	0.000	0.130	0.000	1.000		

Taulukko 4.

Pearsonin korrelaatiokertoimet, koko otos n = 12 050 (vastinpariotos n = 810) diagonaalin alapuolella (yläpuolella)

	<b>Tuloksen- ohjaus</b>	<b>Julkinen sektori</b>	<b>Kunta</b>	<b>Valtio</b>	<b>Koko</b>	<b>ROA</b>	<b>BIG4</b>	<b>BDO</b>
<b>Tuloksenohjaus</b>	1.000	-0.179 <.0001	-0.185 <.001	0.088 0.012	-0.071 0.045	0.024 0.503	-0.066 0.059	-0.102 0.004
<b>Julkinen sektori</b>	-0.118 <.0001	1.000	0.892 <.001	0.251 <.0001	0.146 <.0001	0.000 0.989	0.012 0.725	0.349 <.001
<b>Kunta</b>	-0.126 <.001	0.939 <.001	1.000	-0.219 <.001	0.078 0.026	-0.042 0.230	-0.031 0.385	0.381 <.001
<b>Valtio</b>	-0.008 0.386	0.330 <.0001	-0.011 0.211	1.000	0.156 <.0001	0.085 0.015	0.094 0.007	-0.063 0.072
<b>Koko</b>	-0.093 <.0001	0.077 <.0001	0.061 <.001	0.057 <.0001	1.000	0.061 0.081	0.144 <.0001	0.060 0.087
<b>ROA</b>	0.063 <.0001	-0.088 <.0001	-0.087 <.001	-0.016 0.084	-0.081 <.0001	1.000	0.004 0.906	-0.053 0.129
<b>BIG4</b>	-0.057 <.0001	0.048 <.0001	0.037 <.001	0.038 <.0001	0.268 <.0001	-0.071 <.0001	1.000	-0.592 <.001
<b>BDO</b>	-0.048 <.0001	0.305 <.001	0.314 <.001	0.024 0.010	0.014 0.134	-0.027 0.004	-0.170 <.001	1.000

Taulukko 5. Modifioidun Jonesin mallin regressio

Selitetty muuttuja: Kokonaisjaksotukset

<b>Muuttuja</b>	<b>Kerroin</b>	<b>t-arvo</b>	<b>p-arvo</b>
Regressiovakio	1.473	10.31	<.001
Myyntin_muutos	0.186	204.18	<.001
Pysyvät vastaavat.	-4.421	-18.06	<.001
n	12 050		
adj. R <sup>2</sup>	0.781		
F-arvo	21 471.3		
p-arvo	<.001		

Taulukko 6. Hypoteesien testaus (selitettävänä muuttujana tuloksenohjaus)

	Koko otos						Vastinparit					
Muuttuja	Kerroin	p-arvo		Kerroin	p-arvo		Kerroin	p-arvo		Kerroin	p-arvo	
Regr.vakio	1.247	<.001	***	1.254	<.001	***	0.778	0.431		0.981	0.326	
Julkinen	-0.914	<.001	***				-0.682	<.001	***			
Kunta				-1.032	<.001	***				-0.812	<.001	***
Valtio				-0.437	0.161					-0.108	0.776	
Koko	-0.134	<.001	***	-0.135	<.001	***	-0.098	0.371		-0.133	0.236	
ROA	0.006	<.001	***	0.006	<.001	***	0.014	0.107		0.013	0.124	
BIG4	-0.089	0.027		-0.089	0.027	**	-0.393	0.085		-0.380	0.096	*
BDO	-0.083	0.412		-0.072	0.479		-0.307	0.312		-0.241	0.431	
Maanvilj.	0.046	0.769		0.047	0.767		-0.288	0.812		-0.488	0.685	
Kaivost.	-0.196	0.536		-0.198	0.531		0.767	0.474		0.750	0.483	
Tuotanto	-0.349	<.001	***	-0.344	<.001	***	-0.678	0.579		-0.790	0.511	
Energia	-1.264	<.001	***	-1.235	<.001	***	-1.145	<.001	***	-1.019	0.005	***
Vesi,jäte	-0.535	0.008	***	-0.516	0.010	**	-0.776	0.072	*	-0.663	0.130	
Rakentamin.	0.629	<.001	***	0.634	<.001	***	1.447	0.004	**	1.563	0.002	***
Jakelu	-0.161	0.039	**	-0.156	0.046	**	0.706	0.363		0.688	0.371	
Majoitus	-0.267	0.050	**	-0.263	0.053	*	-0.122	0.834		-0.063	0.914	
Informaatio	0.289	0.008	***	0.289	0.008	***	0.300	0.570		0.218	0.679	
Kiinteistöyht	-1.472	<.001	***	-1.455	<.001	***	-1.815	<.001	***	-1.710	<.001	***
Asiantuntijat	0.069	0.470		0.073	0.442		0.280	0.511		0.333	0.437	
Hallinto	0.056	0.604		0.064	0.553		0.487	0.231		0.616	0.138	
Opetus	-0.759	0.002	***	-0.750	0.002	***	-0.420	0.384		-0.321	0.510	
Terveys	-0.352	0.013	**	-0.345	0.015	**	-0.042	0.936		0.073	0.891	
Viihde	-0.499	0.019	**	-0.472	0.027	**	-0.297	0.535		-0.182	0.707	
Muut palv.	-0.534	0.104		-0.517	0.116		-0.114	0.859		0.021	0.974	
n	12 050			12 050			810			810		
R2	0.091			0.091			0.243			0.248		
c	0.638			0.638			0.769			0.774		
Wald	699.3			696.3			114.3			115.2		
p-value	<.001			<.001			<.001			<.001		

# JULKAISU IV

**Hallituksen valvontavoima suomalaisissa pörssiyrityksissä: Empiirinen tutkimus valtio-omisteisten ja yksityisesti omistettujen yritysten eroista**

Kankaanpää, J.

Julkaisematon käsikirjoitus (2019). Johtamisen ja talouden tiedekunta, Tampereen yliopisto.







